明治安田総合研究所

2022年8月18日

２０２２－２０２３年度経済見通しについて

～　日米とも景気後退局面入りか　～

株式会社明治安田総合研究所（社長　神田 智尚）は、２０２２年４－６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　１．３％　２０２３年度　０．９％

名目ＧＤＰ成長率：　２０２２年度　１．４％　２０２３年度　１．７％

２．要点

①米国経済の先行きに暗雲が垂れ込めてきた。高インフレが個人消費の下押し圧力になり続けているのに加え、秋口以降は利上げの効果が本格的に波及し始める可能性が高いことを考えると、ソフトランディングは一段のナローパスになったと考えざるを得ない。米国経済は、年後半以降、景気後退局面入りする可能性が高まった。

②日本の個人消費の反動増的な動きは、夏場の変異株の急拡大や物価高の影響で、すでに一巡しつつある。変異株に関しては早晩収束が見込まれるものの、エネルギー関連や食品など、生活必需品の価格高騰は長引く見通しである。賃上げの動きがじわりと広がってきたとはいえ、物価上昇のインパクトには遠く及ばない。年度後半の個人消費は失速のリスクが高まっている。

③米中２大経済大国の低迷が続けば、日本の輸出も腰折れが避けられない。企業の設備投資計画は今のところ堅調だが、昨年度からの繰り越し分が多く含まれており、取り巻く環境が変われば再び先送りされるだろう。日本の景気も、年度後半に山をつける可能性が高まってきた。その長さと深さは、米国経済の動向に大きく依存するが、現時点では日米とも比較的マイルドかつ短期の景気後退にとどまると予想する。

＜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	２．３％	１．３％	２．０％	０．９％	１．６％
成長率寄与度					
・内需	１．５％	１．７％	２．２％	１．３％	１．５％
・外需	０．８％	▲０．５％	▲０．２％	▲０．４％	０．１％
名目成長率	１．３％	１．４％	１．８％	１．７％	２．５％

※前回は２０２２年５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
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～P17
米国経済見通し	エコノミスト　　伊藤　　基	P18～P23
欧州経済見通し	エコノミスト　　前田　和孝	P24～P29
中国経済見通し	シニアエコノミスト 大広　泰三	P30～P34
豪州経済見通し	エコノミスト　　木村　彩月	P35～P36
原油相場見通し	エコノミスト　　前田　和孝	P37～P38

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				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
実質GDP	▲ 4.5%	2.3%	**1.3%**	**0.9%**	1.0%	0.0%	0.5%	**0.5%**	**▲ 0.1%**	**▲ 0.1%**	**0.2%**	**0.3%**	**0.4%**	**0.4%**
前期比年率	▲ 4.5%	2.3%	**1.3%**	**0.9%**	4.0%	0.1%	2.2%	**1.9%**	**▲ 0.5%**	**▲ 0.2%**	**1.0%**	**1.4%**	**1.8%**	**1.8%**
前年同期比	▲ 4.5%	2.3%	**1.3%**	**0.9%**	0.5%	0.6%	0.7%	**2.0%**	**0.9%**	**0.8%**	**0.6%**	**0.4%**	**1.0%**	**1.5%**
民間最終消費支出	▲ 5.4%	2.6%	**2.8%**	**1.2%**	2.4%	0.3%	1.1%	**0.4%**	**0.2%**	**0.2%**	**0.3%**	**0.3%**	**0.4%**	**0.4%**
民間住宅投資	▲ 7.8%	▲ 1.6%	**▲ 4.2%**	**0.9%**	▲ 1.3%	▲ 1.4%	▲ 1.9%	**▲ 0.5%**	**0.1%**	**0.3%**	**0.3%**	**0.2%**	**0.2%**	**0.1%**
民間設備投資	▲ 7.7%	0.6%	**1.7%**	**1.4%**	0.2%	▲ 0.3%	1.4%	**0.9%**	**0.4%**	**0.1%**	**0.2%**	**0.3%**	**0.6%**	**0.7%**
政府最終消費支出	2.5%	2.0%	**0.8%**	**0.3%**	▲ 0.3%	0.4%	0.5%	**▲ 0.3%**	**0.1%**	**0.1%**	**0.1%**	**0.1%**	**0.1%**	**0.1%**
公的固定資本形成	5.1%	▲ 7.5%	**▲ 3.0%**	**2.1%**	▲ 3.7%	▲ 3.2%	0.9%	**0.8%**	**0.4%**	**0.2%**	**0.9%**	**0.7%**	**0.2%**	**0.2%**
財貨・サービスの輸出	▲ 10.0%	12.5%	**1.8%**	**▲ 0.6%**	0.6%	0.9%	0.9%	**0.9%**	**▲ 1.1%**	**▲ 1.0%**	**▲ 0.2%**	**0.4%**	**0.6%**	**0.6%**
財貨・サービスの輸入	▲ 6.3%	7.2%	**4.3%**	**1.5%**	0.4%	3.5%	0.7%	**0.9%**	**0.4%**	**0.2%**	**0.2%**	**0.3%**	**0.5%**	**0.5%**
名目GDP	▲ 3.9%	1.3%	**1.4%**	**1.7%**	0.5%	0.4%	0.3%	**0.6%**	**0.1%**	**0.4%**	**0.4%**	**0.3%**	**0.7%**	**0.7%**
GDPデフレーター（前年比）	0.7%	▲ 1.0%	**0.1%**	**0.8%**	▲ 1.3%	▲ 0.5%	▲ 0.4%	**▲ 0.2%**	**0.5%**	**0.6%**	**1.0%**	**0.8%**	**0.8%**	**0.6%**

（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				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
実質GDP	▲ 4.5%	2.3%	**1.3%**	**0.9%**	1.0%	0.0%	0.5%	**0.5%**	**▲ 0.1%**	**▲ 0.1%**	**0.2%**	**0.3%**	**0.4%**	**0.4%**
民間最終消費支出	▲ 3.0%	1.4%	**1.5%**	**0.7%**	1.3%	0.2%	0.6%	**0.2%**	**0.1%**	**0.1%**	**0.2%**	**0.2%**	**0.2%**	**0.2%**
民間住宅投資	▲ 0.3%	▲ 0.1%	**▲ 0.1%**	**0.0%**	0.0%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	**▲ 0.0%**	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**
民間設備投資	▲ 1.3%	0.1%	**0.3%**	**0.2%**	0.0%	0.0%	0.2%	**0.1%**	**0.1%**	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**	**0.1%**	**0.1%**
政府最終消費支出	0.5%	0.4%	**0.2%**	**0.1%**	▲ 0.1%	0.1%	0.1%	**▲ 0.1%**	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**
公的固定資本形成	0.3%	▲ 0.4%	**▲ 0.2%**	**0.1%**	▲ 0.2%	▲ 0.2%	0.0%	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**
民間在庫品増加	▲ 0.2%	0.1%	**0.0%**	**0.1%**	▲ 0.1%	0.5%	▲ 0.4%	**0.1%**	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**
純輸出	▲ 0.6%	0.8%	**▲ 0.5%**	**▲ 0.4%**	0.0%	▲ 0.5%	0.0%	**▲ 0.0%**	**▲ 0.3%**	**▲ 0.2%**	**▲ 0.1%**	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**
財貨・サービスの輸出	▲ 1.7%	2.0%	**0.3%**	**▲ 0.1%**	0.1%	0.2%	0.2%	**0.2%**	**▲ 0.2%**	**▲ 0.2%**	**▲ 0.0%**	**0.1%**	**0.1%**	**0.1%**
財貨・サービスの輸入	1.1%	▲ 1.2%	**▲ 0.8%**	**▲ 0.3%**	▲ 0.1%	▲ 0.7%	▲ 0.1%	**▲ 0.2%**	**▲ 0.1%**	**▲ 0.0%**	**▲ 0.0%**	**▲ 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				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
実質GDP	524.9	536.9	**543.7**	**548.3**	539.1	539.2	542.1	**544.7**	**544.1**	**543.8**	**545.1**	**547.0**	**549.4**	**551.9**
民間最終消費支出	283.0	290.4	**298.5**	**302.2**	293.1	294.0	297.3	**298.3**	**298.8**	**299.4**	**300.4**	**301.4**	**302.7**	**304.1**
民間住宅投資	18.8	18.5	**17.7**	**17.9**	18.4	18.1	17.8	**17.7**	**17.7**	**17.8**	**17.8**	**17.9**	**17.9**	**17.9**
民間設備投資	83.2	83.7	**85.1**	**86.3**	83.4	83.2	84.4	**85.1**	**85.5**	**85.6**	**85.7**	**86.0**	**86.5**	**87.1**
政府最終消費支出	113.8	116.0	**116.9**	**117.2**	116.0	116.5	117.1	**116.7**	**116.8**	**116.9**	**117.0**	**117.2**	**117.3**	**117.5**
公的固定資本形成	29.5	27.3	**26.5**	**27.1**	26.9	26.0	26.3	**26.5**	**26.6**	**26.6**	**26.9**	**27.1**	**27.1**	**27.2**
民間在庫品増加	0.4	1.0	**1.2**	**1.9**	0.1	2.9	0.7	**1.3**	**1.4**	**1.4**	**1.6**	**1.8**	**2.1**	**2.3**
純輸出	▲ 4.1	0.4	**▲ 2.1**	**▲ 4.3**	1.5	▲ 1.1	▲ 0.9	**▲ 1.0**	**▲ 2.7**	**▲ 4.0**	**▲ 4.4**	**▲ 4.3**	**▲ 4.2**	**▲ 4.2**
財貨・サービスの輸出	92.3	103.8	**105.7**	**105.1**	104.0	104.9	105.9	**106.8**	**105.5**	**104.5**	**104.3**	**104.7**	**105.3**	**106.0**
財貨・サービスの輸入	96.5	103.4	**107.8**	**109.4**	102.5	106.0	106.8	**107.8**	**108.2**	**108.5**	**108.7**	**109.0**	**109.6**	**110.2**

2. 主要指標予測

	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
			→ 予測					→ 予測						
鉱工業生産(前年比)	▲ 9.6%	5.8%	**▲ 0.8%**	**2.4%**	0.9%	▲ 0.6%	▲ 3.7%	**1.1%**	**0.3%**	**▲ 0.8%**	**2.3%**	**0.5%**	**2.9%**	**3.9%**
消費者物価指数(除く生鮮食品、前年比)	▲ 0.4%	0.1%	**2.3%**	**0.8%**	0.4%	0.6%	2.1%	**2.4%**	**2.6%**	**2.2%**	**1.3%**	**0.8%**	**0.6%**	**0.7%**
貿易収支(季調値、兆円)	1.0	▲ 5.3	**▲ 13.4**	**▲ 7.7**	▲ 1.3	▲ 2.9	▲ 5.4	**▲ 3.3**	**▲ 2.6**	**▲ 2.1**	**▲ 2.0**	**▲ 2.0**	**▲ 1.9**	**▲ 1.8**
経常収支(季調値、兆円)	15.9	12.6	**6.7**	**10.2**	2.8	2.3	1.4	**1.5**	**1.7**	**2.2**	**2.4**	**2.5**	**2.5**	**2.7**
完全失業率(季調値:平均)	2.9%	2.8%	**2.6%**	**2.7%**	2.7%	2.7%	2.6%	**2.6%**	**2.7%**	**2.7%**	**2.8%**	**2.7%**	**2.7%**	**2.6%**
WTI原油価格(ﾄﾞﾙ/バレル、※)	42	77	**91**	**81**	75	101	108	**90**	**85**	**80**	**75**	**80**	**85**	**85**

※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	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
				→ 予測					→ 予測					
米国	実質GDP成長率(前期比年率)	▲ 3.4%	5.7%	**1.4%**	**0.3%**	6.9%	▲ 1.6%	▲ 0.9%	**0.2%**	**▲ 0.7%**	**▲ 0.6%**	**1.3%**	**1.7%**	**1.9%**
	個人消費支出	▲ 3.8%	7.9%	**2.2%**	**0.3%**	2.5%	1.8%	1.0%	**0.7%**	**▲ 0.2%**	**▲ 0.1%**	**0.3%**	**0.7%**	**0.7%**
	住宅投資	6.8%	9.2%	**▲ 5.3%**	**▲ 3.6%**	2.2%	0.4%	▲ 14.0%	**▲ 8.0%**	**▲ 5.0%**	**▲ 5.0%**	**0.0%**	**3.0%**	**3.0%**
	設備投資	▲ 5.3%	7.4%	**3.3%**	**0.6%**	2.9%	10.0%	▲ 0.1%	**▲ 2.0%**	**▲ 3.0%**	**▲ 2.0%**	**5.0%**	**5.0%**	**7.0%**
	在庫(寄与度)	▲ 0.5%	0.4%	**0.7%**	**▲ 0.2%**	5.3%	▲ 0.4%	▲ 2.0%	**▲ 0.0%**	**▲ 0.2%**	**▲ 0.3%**	**0.1%**	**0.1%**	**0.1%**
	純輸出(寄与度)	▲ 0.3%	▲ 1.4%	**▲ 1.0%**	**0.2%**	▲ 0.2%	▲ 3.2%	1.4%	**0.2%**	**0.2%**	**0.1%**	**0.2%**	**0.1%**	**0.1%**
	輸出	▲ 13.6%	4.5%	**6.7%**	**5.5%**	22.4%	▲ 4.8%	18.0%	**6.3%**	**4.6%**	**4.2%**	**4.9%**	**4.6%**	**4.3%**
	輸入	▲ 8.9%	14.0%	**9.9%**	**2.3%**	17.9%	18.9%	3.1%	**3.0%**	**2.0%**	**2.0%**	**2.2%**	**2.4%**	**2.5%**
	政府支出	2.5%	0.5%	**▲ 1.5%**	**0.6%**	▲ 2.6%	▲ 2.9%	▲ 1.9%	**0.7%**	**0.7%**	**0.8%**	**0.8%**	**1.0%**	**1.0%**
	失業率(※)	8.1%	5.4%	**3.7%**	**4.2%**	3.9%	3.6%	3.6%	**3.6%**	**4.0%**	**4.3%**	**4.3%**	**4.2%**	**4.1%**
	CPI(総合、※)	1.2%	4.7%	**8.3%**	**4.0%**	7.0%	8.5%	9.1%	**8.3%**	**7.2%**	**5.5%**	**4.5%**	**3.5%**	**2.5%**
	政策金利(誘導目標上限、期末値)	0.25%	0.25%	**3.50%**	**2.50%**	0.25%	0.50%	1.75%	**3.00%**	**3.50%**	**3.50%**	**3.25%**	**2.75%**	**2.50%**
ユーロ圏	実質GDP成長率(前期比)	▲ 6.3%	5.3%	**2.9%**	**0.5%**	0.4%	0.5%	0.7%	**0.0%**	**▲ 0.3%**	**▲ 0.2%**	**0.3%**	**0.5%**	**0.6%**
	家計消費	▲ 7.8%	3.6%	**3.2%**	**0.5%**	▲ 0.2%	▲ 0.4%	**0.6%**	**0.4%**	**▲ 0.3%**	**▲ 0.2%**	**0.3%**	**0.4%**	**0.5%**
	政府消費	0.9%	3.9%	**0.7%**	**0.4%**	0.3%	▲ 0.2%	**0.2%**	**▲ 0.1%**	**0.1%**	**0.1%**	**0.1%**	**0.1%**	**0.1%**
	固定投資	▲ 6.4%	3.9%	**2.8%**	**1.7%**	3.6%	▲ 0.5%	**0.6%**	**0.4%**	**0.2%**	**0.2%**	**0.5%**	**0.7%**	**0.8%**
	純輸出(寄与度)	▲ 0.5%	1.4%	**▲ 0.3%**	**▲ 0.4%**	▲ 0.7%	0.4%	**▲ 0.1%**	**▲ 0.2%**	**▲ 0.3%**	**▲ 0.2%**	**0.0%**	**0.1%**	**0.1%**
	輸出	▲ 9.0%	10.5%	**4.9%**	**0.1%**	2.7%	0.4%	**0.7%**	**0.5%**	**▲ 0.6%**	**▲ 0.7%**	**0.3%**	**0.7%**	**0.8%**
	輸入	▲ 8.6%	8.2%	**5.8%**	**1.0%**	4.8%	▲ 0.5%	**0.9%**	**0.9%**	**▲ 0.1%**	**▲ 0.3%**	**0.4%**	**0.6%**	**0.7%**
	失業率(※)	8.0%	7.7%	**6.8%**	**7.2%**	7.0%	6.7%	6.6%	**6.8%**	**7.0%**	**7.3%**	**7.2%**	**7.1%**	**7.1%**
	CPI(総合、※)	0.3%	2.6%	**8.0%**	**4.8%**	5.0%	7.4%	8.6%	**9.2%**	**8.5%**	**6.5%**	**4.8%**	**3.7%**	**2.9%**
	政策金利(期末値)	▲0.50%	▲0.50%	**1.25%**	**0.50%**	▲0.50%	▲0.50%	▲0.50%	**0.50%**	**1.25%**	**1.25%**	**1.00%**	**0.75%**	**0.50%**
英国	実質GDP成長率(前期比)	▲ 9.3%	7.4%	**3.5%**	**▲ 0.1%**	1.3%	0.8%	▲ 0.1%	**0.3%**	**▲ 0.6%**	**▲ 0.2%**	**0.2%**	**0.4%**	**0.4%**

※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＞

4－6 月期の日本の実質 GDP 成長率は前期比＋0.5%（年率換算：＋2.2%）と、3 四半期連続のプラスとなった。民間最終消費支出が前期比＋1.1%（寄与度：＋0.6%）と大きく伸び、全体をけん引した。

ただ、個人消費の反動増的な動きは、夏場の変異株の急拡大や物価高の影響で、すでに一巡しつつある。変異株に関しては早晩収束が見込まれるものの、エネルギー関連や食品など、生活必需品の価格高騰は長引く見通しである。賃上げの動きがじわりと広がってきたとはいえ、物価上昇のインパクトには遠く及ばない。年度後半の個人消費は失速のリスクが高まっている。

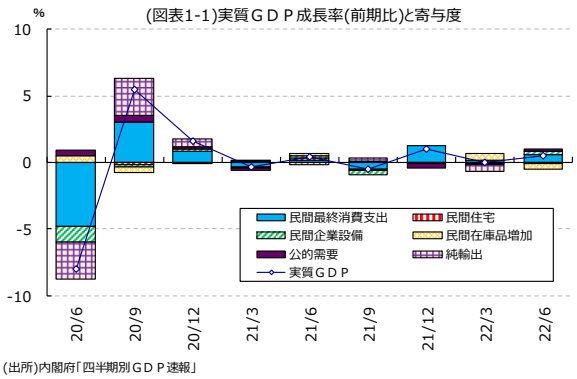
ここへきて米国経済の先行きにも暗雲が垂れ込めてきた。中国経済の低迷が続くなか、米国経済も失速に向かうようなら、輸出も腰折れを余儀なくされる。企業の設備投資計画は今のところ堅調だが、昨年度からの繰り越し分が多く含まれており、取り巻く環境が変われば再び先送りされるだろう。日本経済は、年度後半に山をつける可能性が高まってきた。その長さと深さは米国経済の動向に大きく依存するが、現時点では 2023 年度後半以降の回復を見込む。

来年 4 月には黒田東彦日銀総裁が任期切れを迎えるが、たとえリフレ政策とは距離を置く人物が新総裁に任命されたとしても、早い段階で出口に舵を切るのは難しくなった。

4－6 月期 GDP は予想通り堅調

４－6 月期の日本の実質 GDP 成長率は前期比＋0.5%（年率換算：＋2.2%）と、3 四半期連続のプラスとなった（図表 1-1）。事前の市場予想（前期比＋0.7%、年率換算＋2.6%、当社予想は同＋0.6%、＋2.5%）を小幅下回ったものの、堅調な伸びと言える。民間最終消費支出が前期比＋1.1%（寄与度：＋0.6%）と大きく伸び、全体を牽引した。まん延防止等重点措置が 3 月 21 日に終了し、飲食・宿泊等の対面サービス関連消費の反動増が顕在化した時期に当たっていたことから、個人消費の高い伸びは広く予想されていた。民間最終消費支出の寄与度だけで、全体の伸びを上回る。

(図表1-1)実質ＧＤＰ成長率(前期比)と寄与度



(出所)内閣府「四半期別ＧＤＰ速報」

逆に、最もマイナス寄与度が大きかった需要項目は、民間在庫変動（寄与度：▲0.4%）であった。水準自体は 0.7 兆円とプラスで、在庫残高は増えているが、増加幅が 1－3 月期の＋2.9 兆円から大きく減少したことが、マイナス寄与につながった。上海のロックダウンに伴う中国からの輸入減少が影響しているとみられるが、在庫変動はもともと振れが大きい。実質 GDP から、民間・公的在庫変動を除いた最終需要は前期比＋1.0%の高い伸びとなっており、こちらが 4－6 月期の景気の実勢をより的確に表している。

他の主要需要項目を見ると、まず、民間住宅は、首都圏のマンション販売の鈍化の影響などから前期比▲1.9%（寄与度：▲0.1%）と、4 四半期連続のマイナスとなった。民間企業設備は、DX（デジタルトラ

ンスフォーメーション）や GX（グリーントランスフォーメーション）関連の堅調な投資需要に支えられて同＋1.4%（同＋0.2%）と、2 四半期ぶりのプラスとなった。公的固定資本形成は、2021 年度補正予算に盛り込まれた国土強靭化関連の防災・減災工事や災害復旧工事が進捗したことで、同＋0.9%（同＋0.0%）と 6 四半期ぶりのプラスとなった。政府最終消費支出は、ワクチンの 3 回目接種が進展したことなどから、同＋0.5%（同＋0.1%）と、2 四半期連続でプラスになった。輸出は、上海ロックダウンがあったなかでも、中国以外の他地域向けがカバーする形で同＋0.9%（同＋0.2%）と伸びた。内外需別の寄与度は、内需が＋0.5%、外需（純輸出）が＋0.0%となった。

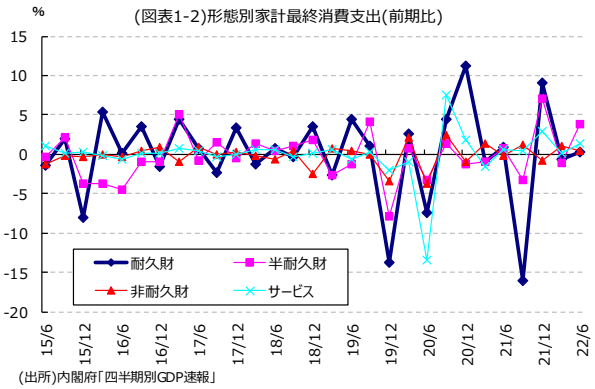
2021 年度通年の実質 GDP の伸びは、前年比＋2.3%となった。高めの伸びではあるが、2020 年度の同▲4.5%を半分程度取り戻すにとどまった。また、4－6 月期の実質 GDP の実額は、コロナ禍直前の 2019 年 10－12 月期の水準を上回った。ようやくという感じではあるが、2019 年 10－12 月期は、消費増税の影響で GDP が大きく落ち込んだ時期であり、諸外国に比しハードルが低い。その前の 2019 年 7－9 月期との比較ではまだ▲2.7%下回っている。

2 月後半以降、顕著になっていた個人消費の反動増的な動きは、夏場の変異株（BA.5）の急拡大によって完全に水を差された形となった。変異株に関してはこれまで同様、数ヵ月経てば収束が見込まれるものの、エネルギー関連や食品など、生活必需品の価格高騰は長引く見通しである。賃上げの動きがじわりと広がっているとはいえ、実質ベースでは逆に悪化しているのが現実で、年度後半の個人消費は失速のリスクが高まっている。

また、ここへきて米国経済の先行きに暗雲が垂れ込めてきた。中国景気が勢いを失っているため、足元の日本の輸出は米国頼みの様相を強めている。このまま米国経済が失速に向かうのであれば、輸出も腰折れを余儀なくされる。企業の設備投資計画は今のところ堅調だが、昨年度からの繰り越し分が多く含まれており、取り巻く環境が変われば再び先送りされるだろう。日本経済が、年度後半に山をつける可能性が高まってきたと言わざるを得ない。その長さと深さは後述する米国経済の動向に大きく依存することになるが、現時点では日米とも比較的マイルドかつ短期の景気後退にとどまると予想している。

足元の個人消費は持ち直し

4－6 月期の形態別国内家計最終消費支出を見ると（図表 1-2）、耐久財が前期比＋0.3%（GDP への寄与度：＋0.0%）、半耐久財が同＋3.9%（同＋0.1%）、非耐久財が同＋0.4%（同＋0.1%）、サービスが同＋1.4%（同＋0.4%）といずれも伸びている。寄与度ベースではサービスが国内家計最終消費支出全体の約 3 分の 2 を占める。半耐久財の伸びも比較的大きいが、日本百貨店協会が 6 月の百貨店売上公表時に、「月後半の記録的に早い梅雨明け等に伴い、夏物衣料や服飾雑貨、UV ケア商品が動いた」と述べているところにヒントがありそうである。



月次で発表される主要個人消費統計からは、個人消費の反動増的な動きが、足元では息切れしつつある様子がうかがえる。総務省の家計調査における、季節調整済実質消費支出（二人以上の世帯）の推移を追うと、2 月後半以降の人流回復傾向を受けて、3 月に前月比＋4.1%と大きく伸びた後、4 月も同＋1.0%

と続伸したが、5 月は同▲1.9%と早くもマイナス、6 月は同＋1.5%とプラスに回帰したものの、5 月のマイナスを取り戻すには至らなかった（図表 1-3）。6 月の指数の水準は 103.5 で、3 月をわずか 0.5 ポイント上回るにとどまっており、4 月以降は実質横ばい圏内の動きである。

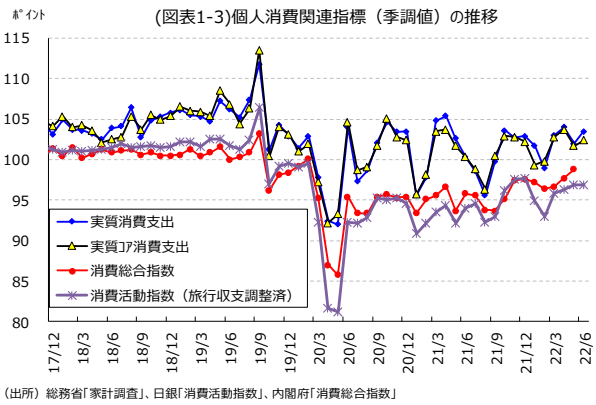
経産省が発表している 6 月の小売業販売額（季調値）は前月比▲1.4%と、4 ヵ月ぶりのマイナスとなった（図表 1-4）。季節調整済指数の後方 3 ヵ月移動平均が前月を 0.1%上回っていることから、経産省は基調判断を、「緩やかに持ち直している小売業販売」にすえ置いたが、6 月の水準は 102.9 で、やはり 3 月の水準を 0.2 ポイント上回るにすぎない。

マインド指標は一進一退

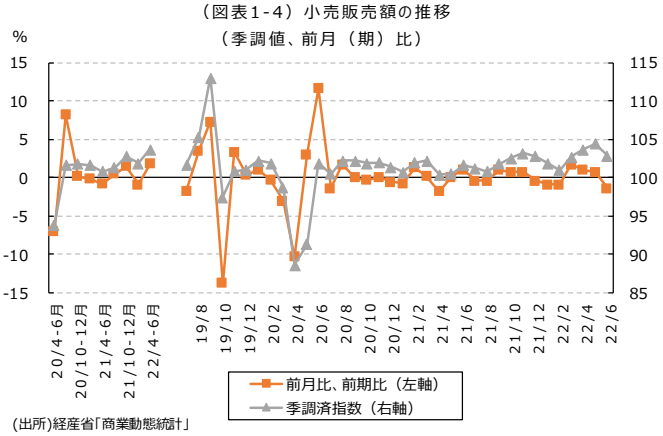
7 月の消費者・企業マインドは急低下している。7 月の消費者態度指数は 30.2 ポイントと、2 ヵ月連続で低下、2021 年 1 月以来の低水準となった（図表 1-5）。「収入の増え方」と「雇用環境」は、労働市場の需給ひっ迫を反映する形で相対的に高めの水準を保っているが、「暮らし向き」と「耐久消費財の買い時判断」は大きく低下、特に「耐久消費財の買い時判断」は、部品の供給制約に伴う品薄の影響も加わったことで急落している。

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、7 月の家計動向関連の現状判断 DI は 42.6 と、6 月から▲10.8 ポイント大きく低下、3 ヵ月ぶりに節目となる 50 を下回った（図表 1-6）。内訳を見ると、飲食関連が前月比▲31.2 ポイントの大幅低下となっており（6 月：62.0→7 月：30.8）、感染症の拡大が大きく影響している様子が見て取れる。サービス関連も同▲16.8 ポイントとなっている（61.1→44.3）。3 月以降、V 字型回復を遂げた対面サービス関連産業の業況が、わずか 1 ヵ月の間に再び腰折れした姿を示している。

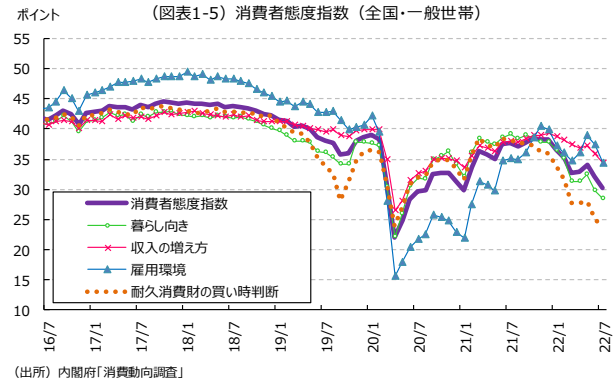
ウォッチャーのコメントを見ると、「新型コロナウイルス感染症の第 6 波の後は売上が回復基調にあったが、第 7 波に入った途端、行動制限が掛かっていな



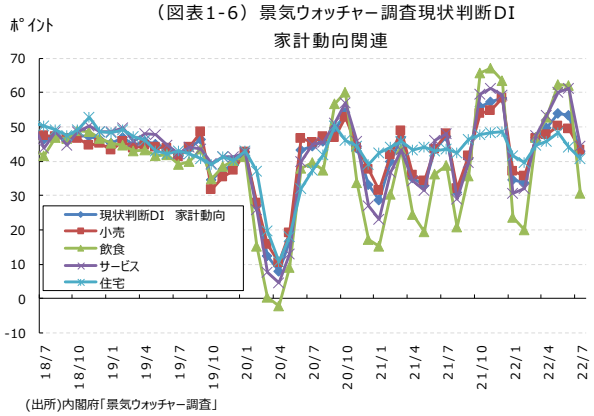
（出所）総務省「家計調査」、日銀「消費活動指数」、内閣府「消費総合指数」



(出所)経産省「商業動態統計」



（出所）内閣府「消費動向調査」



(出所)内閣府「景気ウォッチャー調査」

いにもかかわらず繁華街の人出が激減した（北海道＝タクシー運転手）」等、感染症の影響を指摘する声が急増している。また、「生鮮食品の相場の上昇や、メーカーの値上げによる商品単価の上昇がみられるものの、1人当たりの買上点数が減少している。結果的に、買上単価は前年よりも低下する動きが続いている（近畿＝スーパー）」等、物価上昇の影響を指摘する声も多い。2－3ヵ月先の状況を尋ねる先行き判断DIは41.6で、前月調査から▲6.4ポイントの悪化、2ヵ月前との比較では10ポイント以上の悪化となっており、夏場以降の消費が冷え込む可能性が強まっている。

食料・原油価格上昇の日本景気へのインパクト

足元の消費者物価の前年比のうち寄与度ベースで約8割をエネルギー関連と食料が占めている。食料価格や原油価格の上昇が、日本の実質GDPに与えるインパクトを試算したのが図表1-7である。まず、直近1年間の価格上昇による影響を振り返ると、FAO（国連食糧農業機関）が公表する食料価格指数は7月までの1年間で前年比＋25%程度、ブレント原油価格は、同＋70%程度上昇した。これにより、足元までの日本の実質GDPには、個人消費の減少などを通じておよそ▲1.79%の下押し圧力がかかっている計算になる。

（図表1-7）食料価格と原油価格上昇の日本の実質GDPへの影響

		食料価格			
		0%	10%	20%	30%
原油価格	0%	0.00%	-0.18%	-0.28%	-0.38%
	10%	-0.21%	-0.39%	-0.49%	-0.59%
	20%	-0.40%	-0.57%	-0.68%	-0.77%
	30%	-0.58%	-0.75%	-0.86%	-0.95%

（出所）OEGMより明治安田総研作成

次に、今後食料価格と原油価格が現在の水準からさらに10～30%上昇し、かつ2022年度末まで同じ水準を維持したと仮定した場合の日本の実質GDPへの影響をそれぞれ試算した。食料価格が変わらず、原油価格のみが30%上昇した場合の実質GDPへの下押し圧力は▲0.58%、逆に食料価格のみ30%上昇した場合には▲0.38%となる。両者とも30%上昇した場合のインパクトは▲0.95%に達する。

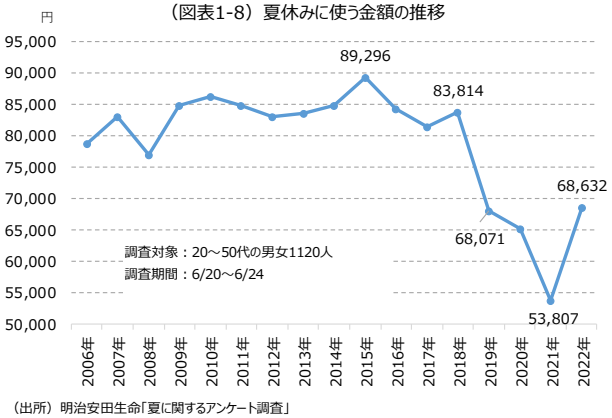
エネルギー価格は今のところ落ち着いているが、ウクライナ情勢や、関係国のエネルギー政策の動向次第では再び高騰のリスクは残る。また、原燃料コストの上昇が時間差を伴いながら各種小売価格に転嫁されることを考えると、食品価格の上昇トレンドは少なくともあと1年程度は続くとみられ、個人消費の重石となり続けよう。

物価高が大きなリスクに

変異株の拡大直前まで、夏場の旅行需要は期待できる状況にあった。明治安田生命が6月下旬に実施したアンケート調査によると、今年の夏休みに使う金額の平均額は68,632円で、昨年から約1.3倍に拡大、コロナ禍前（2019年）の68,071円を超える結果となっていた（図表1-8）。

夏休みに使う金額の昨年度からの変化についての質問では、「増やす予定」と回答した人が24.9%と、

（図表1-8）夏休みに使う金額の推移



（出所）明治安田生命「夏に関するアンケート調査」

昨年（3.8%）の約7倍に拡大した。一方、「減らす予定」と回答した人は14.4%と、昨年（38.7%）の半分以下だった。「増やす予定」と回答した人にその理由を聞くと、「旅行に行くため」と回答した人が約半分（49.1%）を占めた（図表1-9）。コロナ禍で鬱積していた旅行需要が顕在化した様子を示している。

その後、変異株が拡大し、全国旅行支援の延期も発表されたことで、夏場の旅行計画を見直す動きが増えている可能性がある。行動制限がかかっているわけではないことから、いったん立てた夏休みの長期旅行計画をキャンセルする動きは限定的と思われるが、会社のイベントに関してはすでに自粛の動きが広がっているほか、日帰りなどの短期旅行を見合わせる動きや、これから旅行計画を立てようと考えていた人々が取りやめる動きが増えている可能性は低くない。

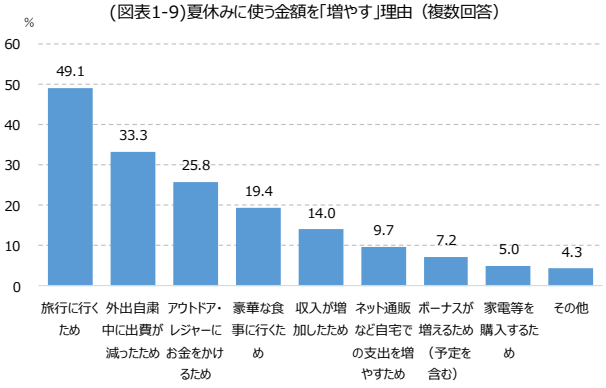
また、使う金額がコロナ禍前を超えたといっても、ピークだった2015年の水準からはまだ20,664円も低い。また、「減らす予定」と回答した人にその理由を聞いたところ、「物価高騰により家計が厳しくなったため」と回答した人が約6割（60.2%）に上っている（図表1-10）。これは、個人消費の先行きが明るくないことを示している。

今年の春闘の結果によれば、賃上げ率は3年ぶりに2%台を回復する見通しだが（図表1-11）、昨年からの改善幅は約0.3%ポイントにとどまっており、この程度であれば物価上昇のインパクトの方がはるかに大きい。経団連の調査によれば、大企業の夏の賞与は二桁増の見込みだが、賞与は貯蓄に回る部分も多い。夏場以降の個人消費は、失速気味の推移を予想する。

住宅投資は鈍化方向

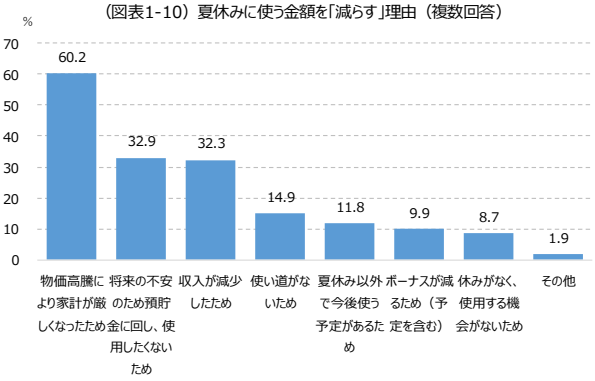
4－6月期の民間住宅投資は前期比▲1.9%（寄与度：▲0.1%）と、4四半期連続のマイナスとなった。もともと終了予定だった住宅ローン減税の特例措置（2022年度税制改正で延長）の駆け込み需要が昨年の夏場に一巡した影響が残っているのに加え、建築資材の上昇に伴う物件価格の上昇、特に大都市部のマンション価格の上昇などが影響しているとみられ

(図表1-9)夏休みに使う金額を「増やす」理由（複数回答）



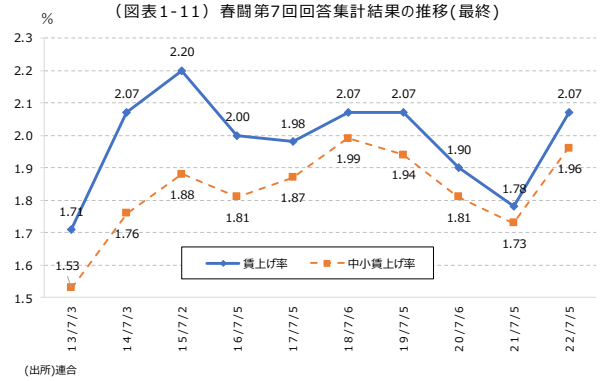
（出所）明治安田生命「夏に関するアンケート調査」

(図表1-10）夏休みに使う金額を「減らす」理由（複数回答）



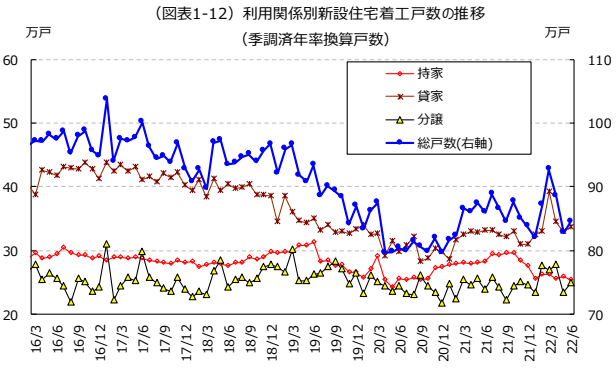
（出所）明治安田生命「夏に関するアンケート調査」

（図表1-11）春闘第7回回答集計結果の推移(最終)



(出所)連合

（図表1-12）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」

る。

月次の住宅着工統計を見ると、今年に入り、2、3 月といったん持ち直した後、再び軟調な推移に戻っている様子が見て取れる（図表 1-12）。

7 月の日銀地域経済報告（さくらレポート）における住宅投資の判断は、北海道が「横ばい圏内の動きとなっている」から、「減少している」へと下方修正されたほかは、9 地域中 8 地域が前回 4 月と同じ表現となった。1 月は全 9 地域が「持ち直し」との表現を用いていたが、7 月は 5 地域まで減っている。過半数が依然「持ち直し」と答えているという意味では、住宅市場が全国的に冷え込んでいるわけではないが、個人消費同様、先行きについては不透明感が漂う。

さくらレポートのアンケートでは、「今年度入り後に各種報道で住宅価格高騰が取り上げられ、注文住宅の購入を控える動きが広がったのか、来客数と受注が大幅に減少している（函館＜釧路＞）」等、住宅価格や建築費、資材価格等の価格面の問題を指摘する声が多く寄せられている。持家の価格上昇が続くなかで、相対的に安価な分譲住宅や建売住宅に人気が移っているとの声もある。ただ、大都市部では分譲住宅も価格上昇が顕著で、大阪の企業からは、「分譲マンションは、郊外でも価格が高騰しているため、購入を控える動きがみられる」との声も寄せられている。7 月以降は、感染拡大の影響でモデルルームへの来場客数も減少しているとみられ、民間住宅投資が持ち直す気配は乏しい。

一方、各種の住宅投資支援策は引き続き下支えになるとみられる。住宅ローンの控除期間延長（10 年→13 年）の特例措置は、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ている（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では、子育て世帯又は若者夫婦世帯による省エネ住宅の取得、改修に補助している（図表 1-14）。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。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、7 月のさくらレポートでは、「「こどもみらい住宅支援事業」の効果もあり、持家の着工数は前年を上回っている（高松）」との声も寄せられており、住宅投資の呼び水となる効果は期待できる。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

（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

（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

じる可能性は低い。

来年以降は、日銀の金融政策の動向も焦点となる。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。ただ、米景気は後退局面入りの可能性が高く、日本も同様の展開となる可能性が高まっていることを考えれば、たとえリフレ政策とは距離を置く人物が新総裁に任命されたとしても、早期に出口に動くのは難しそうである。

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状況は続くとみられ、2023 年度にかけても住宅投資は低迷が続くと予想する。

設備投資の先行指標は悪くないが

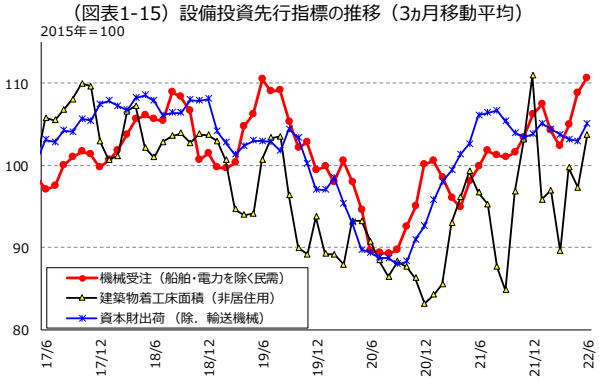
4－6 月期の民間企業設備投資は前期比＋1.4%（寄与度：＋0.2%）と、2 四半期ぶりのプラスとなった。海外からの部品調達難が足を引っ張ったものの、DX、GX の投資需要が引き続き堅調だったことが下支えとなった。感染症の影響で、今年度に先送りされた 2021 年度の設備投資計画の案件が押し上げた可能性もある。

設備投資の先行指標の一つである 6 月の資本財出荷（除．輸送機械）は前月比＋8.7%と、2 ヵ月ぶりのプラスとなった。半導体製造装置や、基地局通信装置が牽引しており、水準的にも 2019 年 9 月以来の高さとなっている。6 月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は前月比＋0.9%と、小幅ではあるが 2 ヵ月ぶりのプラスとなった。均せば回復傾向が続いている。建築物着工床面積は振れが大きいが、ここ数ヵ月は回復傾向にある。設備投資の先行指標は総じて悪くない（図表 1-15）。

昨年度に大きく回復した企業業績は、足元では減速傾向にある。1－3 月期法人企業統計における全産業の経常利益は前期比＋0.2%（10－12 月期：同＋17.4%）と、小幅ではあるが 2 四半期連続の増益となった（図表 1-16）。製造業は同＋5.9%（同＋11.0%）で 2 四半期連続の増益、非製造業は同▲3.4%（同＋21.8%）で 2 四半期ぶりの減益である。前期の高い伸びの反動もあって、非製造業が減益となったことが足を引っ張った。

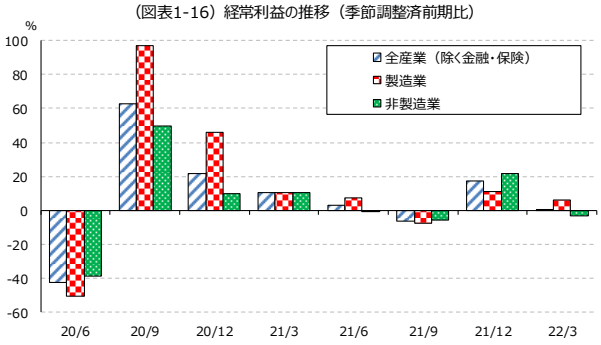
製造業を業種別に見ると（四半期移動平均、図表 1-17）、鉄鋼がコロナ直前との比較で約 4 倍（398）になったほか、石油・石炭も約 3.5 倍（355）と、この 2 業

（図表1-15）設備投資先行指標の推移（3ヵ月移動平均）



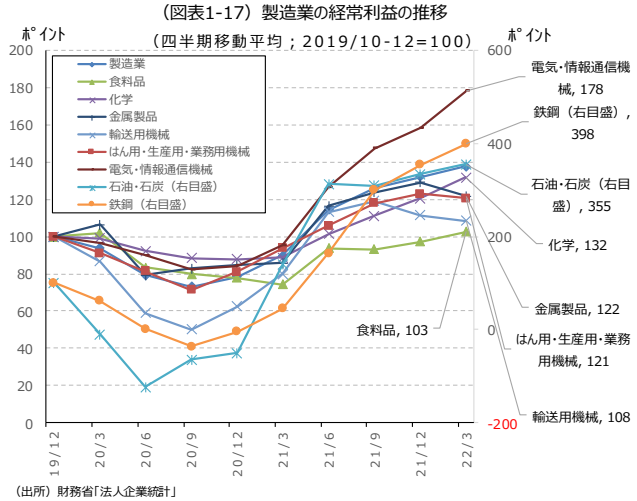
（出所）内閣府「機械受注」、国交省「建築着工」、経産省「鉱工業出荷内訳表」

（図表1-16）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」

（図表1-17）製造業の経常利益の推移

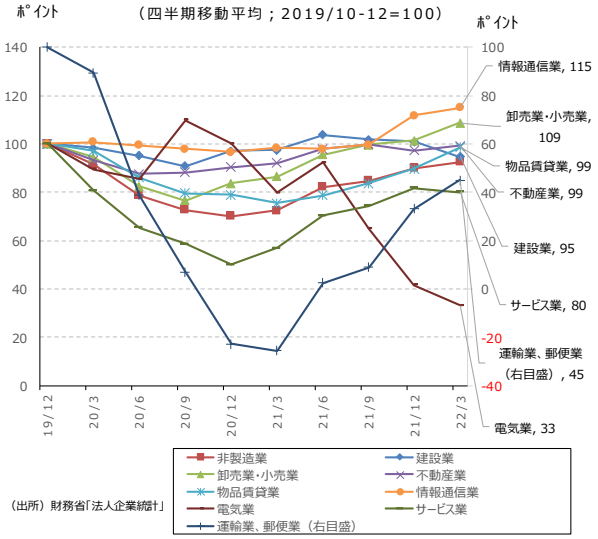


（出所）財務省「法人企業統計」

種が突出している。もっとも、この 2 業種はコロナ前から業績不振で、発射台が低かったことがその後の高い伸びにつながっていることを割り引いて考える必要がある。他には、電気・情報通信機械が 178、化学が 132 など、主要業種のほとんどがコロナ前の水準を取り戻している。相対的に苦戦しているのは食料品（103）で、コロナ前の水準をかろうじて上回るレベルにとどまっている。

非製造業の内訳を見ると（四半期移動平均、図表 1-18）、製造業とは逆に、コロナ前の水準に戻っていない業種が多い。最も低いのが電気業で、コロナ直前の 3 割程度（33）にとどまっている。原燃料費が上昇するなか、足元でも悪化傾向にある。次が運輸業、郵便業の 45 である。サービス業は、2020 年末にいったん 50 近辺まで低下した後、足元では回復傾向にあるものの、コロナ直前の 8 割にとどまっている（80）。最も伸びている情報通信業でも 115、ついで卸売業・小売業が 109 で、主要 8 業種中、コロナ前の水準を取り戻しているのは 2 業種にとどまっている。

（図表1-18）非製造業の経常利益の推移
（四半期移動平均；2019/10-12=100）



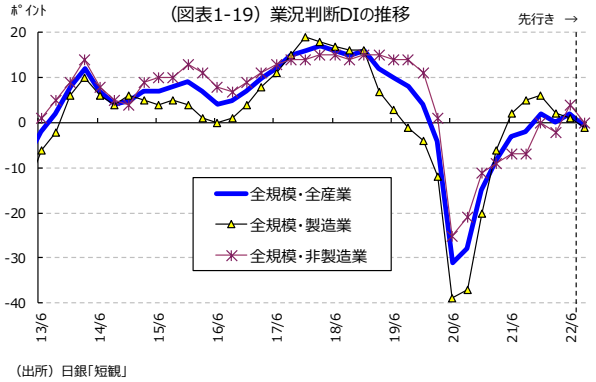
（出所）財務省「法人企業統計」

ここまでは製造業が相対的に堅調な回復を遂げてきたが、4－6 月期は、上海ロックダウンの影響もあって、自動車などを中心に、製造業の業績が失速気味となっている。グローバル企業の間では、ウクライナ情勢や主要国のインフレ、米国の急速な利上げ等が先行き不透明感につながっており、企業収益は今後も減速傾向をたどる可能性が高い。

全規模・全産業の業況は改善

6 月調査の日銀短観では、全規模・全産業の業況判断 DI が＋2 と、3 月調査から 2 ポイント上昇した（図表 1-19）。最も注目される大企業・製造業の業況判断 DI は＋9 と、3 月調査から 5 ポイント低下したものの、対個人サービスと宿泊・飲食サービスの急回復で非製造業が伸びたことで、全規模・全産業ではプラスとなった。

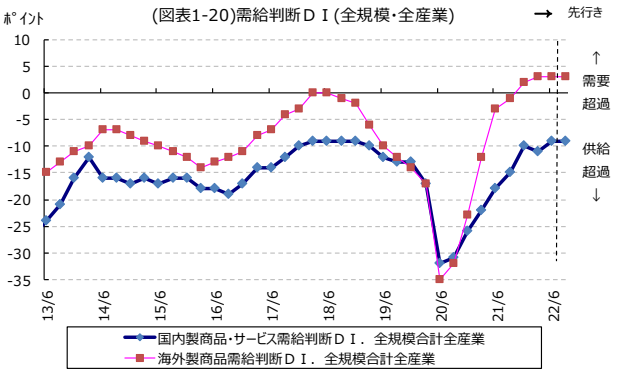
（図表1-19）業況判断DIの推移



（出所）日銀「短観」

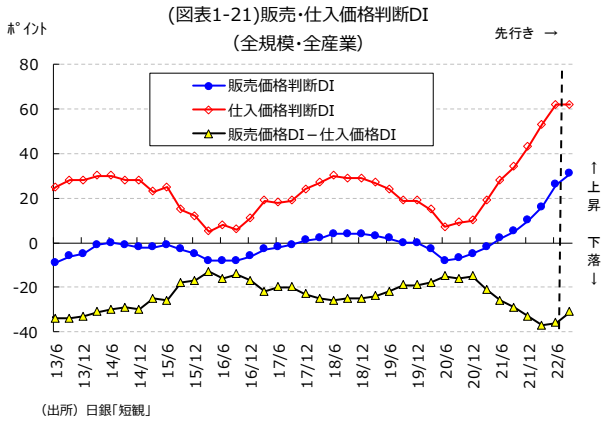
全規模・全産業の国内外の製商品・サービス需給判断 DI は、国内が 2 ポイント改善、海外が横ばいという結果だった（図表 1-20）。国内はすでにコロナ前とほぼ等しいレベルにまで回復している。海外は 3 四半期連続でプラス圏、先行きまで含めれば 4 四半期連続だが、現行統計が遡れる 2004 年以降で、他にプラス圏に浮上した時期はない。ウクライナ情勢の混迷や、上海のロックダウンがあったなかでも、極めて高水準で推移しているのはやや意外でもある。米国

(図表1-20)需給判断ＤＩ(全規模・全産業)



（出所）日銀「短観」

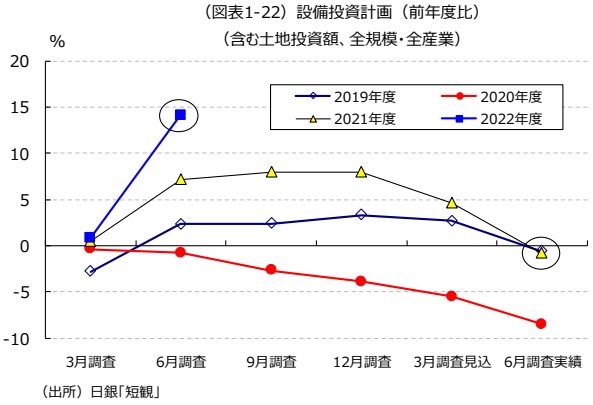
をはじめ、先進各国の景気が概ね回復基調にあることを反映しているとみられるが、米国景気が急速に傾きつつあるなか、先行き不透明感は強まっている。



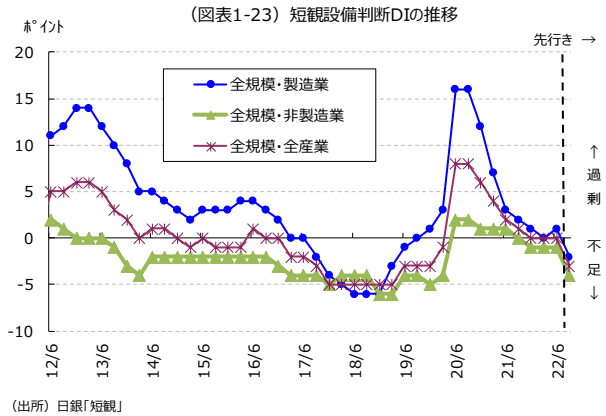
価格面の動きを見ると、販売価格、仕入価格判断 DI とも上昇傾向が続いている（図表 1-21）。全規模・全産業の仕入価格判断 DI は、5 月から 9 ポイント上昇の＋62 となった。これは、WTI が 147 ドルに達した直前の調査である 2008 年 6 月の 57 を上回り、過去最高水準に達したことになる。これに対し、販売価格判断 DI も 10 ポイント上昇した。販売価格判断 DI－仕入価格判断 DI で示される交易条件は足元で改善しているが、両 DI の水準自体は大きく乖離した状態が続いており、これが業況の下押し圧力になり続けている。

2022 年度の設備投資計画は良好だが

6 月短観における 2022 年度の設備投資計画（全規模・全産業ベース）は、3 月調査の前年度比＋0.8%から同＋14.1%へと大きく上方修正された（図表 1-22）。逆に、2021 年度は同＋4.6%から同▲0.8%まで下方修正され、調査期間の後半に失速、実績は前年度比マイナスで終える形となった。年明けのオミクロン株の拡大や、ウクライナ問題の影響で、2021 年度に実行できなかった投資計画が 2022 年度に先送りされた影響とみられるが、そうした要因を割り引いても 2022 年度の計画は良好に見える。



日本経済新聞社が発表している設備投資動向調査でも、2022 年度の全産業の計画額は前年比＋25%となっている。これは、1973 年度以来の高い伸びとのことである。短観の生産・営業用設備判断 DI も、先行きは低下に向かうとの見通しで（低下なら不足方向、上昇なら過剰方向）、水準的にも、設備の不足超を示すマイナス圏に転じる形になっている（図表 1-23）。



ここまでの円安も設備投資の回復を後押ししているとみられる。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%、135 円/ﾄﾞﾙの場合は＋1.41%である。一方、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%である。今のところ、エネルギー価格が一段と高騰する状況にはないが、ロシアのウクライナ侵攻が続いていることもあり、先行きの不確実性は大きい。先進国景気が総じてモメンタムを失うなか、為替相場では円高圧力がかかる可能性にも注意が必要である。

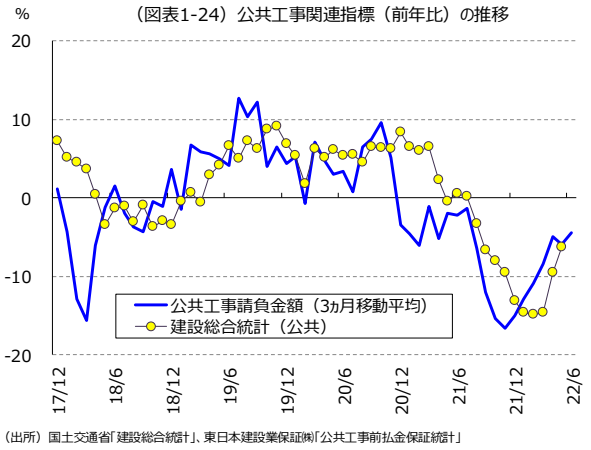
また、日本の設備投資の増減は、短期的には外需に左右される傾向が強い。この点、海外経済の不透明感が増しつつあるのは不安材料である。中国経済は、ゼロコロナポリシーや「共同富裕」の理念に基づいたマクロ経済運営のもと、引き続き低空飛行が予想される。米国経済も明確に傾いている。DX、GX 関連投資は、多少の業況の振れにかかわらず一定の需要が見込めるものの、年度後半にかけては、再び設備投資計画の先送りが目立つ展開が懸念される。他の需要項目との比較では、設備投資は相対的に堅調な推移となる可能性が高いが、景気の牽引役を担えるほどの力強さは期待できない。

公共投資は横ばい圏内の推移

公的固定資本形成は前期比＋0.9%（寄与度：＋0.0%）と、6 四半期ぶりのプラスとなった。2021 年度補正予算に盛り込まれた国土強靭化関連の防災・減災工事や災害復旧工事が進捗していることを反映したと考えられる。

7 月のさくらレポートにおいて、公共投資の判断は、全 9 地域で 4 月と同じ判断が示された。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。

同レポートの企業へのアンケートでは、「2022 年度の公共工事請負金額は、復興庁予算が減少するものの、国土強靭化関連などの県と主要市部の予算が増加しているため、全体では前年比横ばい程度で推移する見通し（福島）」、「平成 30 年 7 月豪雨に係る災害復旧工事は減少するが、国土強靭化関連や大型再開発案件が計上されるため、公共工事請負金額は高水準で推移する見通し（広島）」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が多く上がっている。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、短期的には公共投資が回復に向かう可能性を示している（図表 1-24）。



（図表1-24）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 年度当初予算では、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。

4－6 月期の政府最終消費支出は前期比＋0.5%（寄与度：＋0.1%）と、2 四半期連続のプラスとなった。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。足元では再び変異株が拡大しているが、2023 年度までを均してみれば小幅の伸びが続くと予想する。

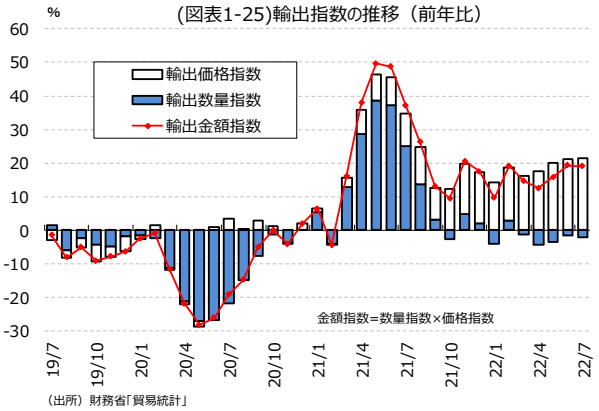
輸出は失速か

4－6 月期の輸出は前期比＋0.9%（寄与度：＋0.2%）と、8 四半期連続のプラスとなった。中国向けの減速を、他地域向けの回復がカバーした形である。

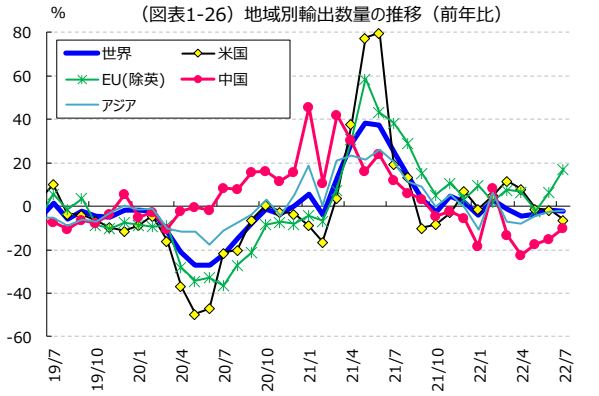
ただ、財務省から発表された 7 月の貿易統計によると、輸出の実勢を示す数量指数は前年比▲2.0%と、5 ヵ月連続のマイナスとなっている。輸出金額は伸びているが、このところ、伸びのほとんどが、円安進行に伴う円換算額の増大によってもたらされている（図表 1-25）。

主要相手国・地域別の数量指数を見ると（図表 1-26）、米国向けが同▲6.2%（6 月：同▲1.7%）、EU（除英）向けが同＋17.4%（同＋6.7%）、中国向けは同▲9.9%（同▲15.1%）となった。米国向けは 3 ヵ月連続、中国向けは 5 ヵ月連続のマイナスである。上海のロックダウンが 6 月 1 日に解除されたものの、中国向けの反動増は目立った規模とはなっていない。欧州向けの高い伸びは、自動車が台数ベースで同＋46.3%伸びたことが大きいが、持続可能なペースではない。

今後、輸出はむしろ失速に向かうおそれが高まっている。米国景気は、ソフトランディングが困難な情勢であることが次第に明らかになりつつある。欧州でもインフレが加速、景気が力強さを欠くなかでも ECB（欧州中央銀行）は利上げを急がざるを得ない。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、今後も低空飛行が続く可能性が高い。2023 年度にかけて、輸出は低迷が続くと予想する。



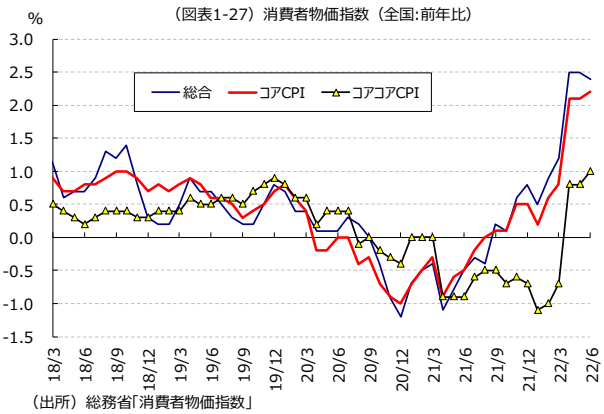
（出所）財務省「貿易統計」



（出所）財務省「貿易統計」

CPI は 2%に到達したが

6 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）は前年比＋2.2%と、前月から 0.1%ポイント上昇幅が拡大した（図表 1-27）。内訳を見る

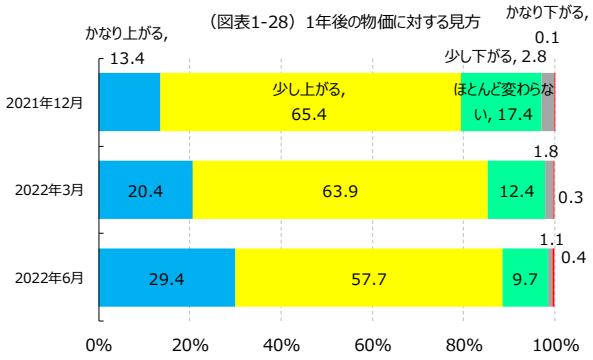


（出所）総務省「消費者物価指数」

と、電気やガソリンなどのエネルギー関連品目だけで、上昇分の 6 割程度を占める形となっている。一方で、生鮮食品を除く食料（5 月：寄与度＋0.60%ポイント→6 月：同＋0.72%ポイント、寄与度差＋0.12%ポイント）のプラス寄与が拡大した。原材料価格の高騰で、外食や調理食品の価格が上昇している。

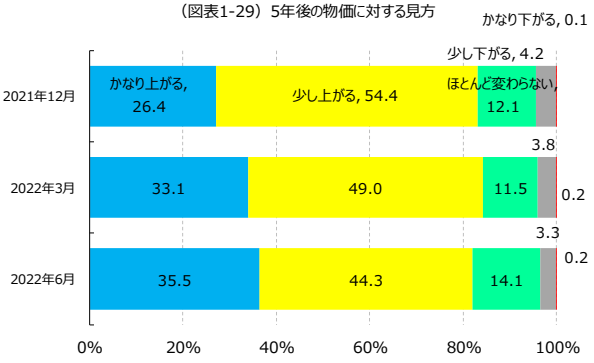
7 月 6 日に日本銀行から公表された「生活意識に関するアンケート調査」によると、1 年後の物価については、「かなり上がる」、「少し上がる」との回答が前回 3 月調査の 84.3%から 87.1%へ増加した（図表 1-28）。食料やエネルギーなど、購入頻度が高い品目で価格の上昇が続いていることを反映していると考えられる。一方で、5 年後の物価に対する見方は、「かなり上がる」、「少し上がる」との回答が、3 月の 82.1%から 79.8%と減少に転じる結果となった（図表 1-29）。長期のインフレ期待に関しては、まだ着実に上向いているとまでは言えない状況にある。

（図表1-28）1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」

（図表1-29）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」

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、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。物価が幅広い品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、今年の春闘の妥結結果もそこまでの勢いはない。全企業のうち 99%以上を占める中小企業の約 6 割は赤字であり、賃上げの動きが社会全体に広がる展開にはなっていない。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、黒田総裁は、自身の任期中、物価目標の達成に向け、辛抱強く金融緩和を続ける姿勢を維持するだろう。

黒田総裁は緩和継続を強調

7 月 20、21 日に開催された日銀金融政策決定会合は、大方の予想通り今回も無風だった。主要中銀がこぞって利上げに踏み切るなか、改めて日銀の「不動」ぶりが際立つ形となった。

会合直前の債券市場では、海外投資家を中心に、日銀の早期政策変更を見込んだ売り仕掛け的な動きが見られたが、黒田総裁は今回の定例会見で、「私どもとしては、イールドカーブ・コントロールのもとで金利を引き上げるつもりは全くありませんし、±0.25%というレンジも変更するつもりは全くありません」と言い切った。実際、足元の物価上昇は、黒田総裁にとって、悲願である物価目標達成に向けた最後にして最大のチャンスであり、是が非でもモノにしたいと考えているだろう。たとえ現状では悪い物価上昇でも、これが人々のインフレ期待の上昇と安定につながるのであれば、いずれは賃金の上昇を通じ、良いインフレに転化するとの期待を捨てていないとみられる。

どのみち、コストプッシュ的なインフレに金融引き締めでは対抗できない。円安に歯止めをかけられる

かどうかも不透明である。円安の背景にある日米金利差の方向性は、結局のところ FRB（米連邦準備制度理事会）がどう動くかで決まる。FRB の利上げペースも今後は鈍る可能性が高い。相場が先を読むことを考えれば、すでにドル高トレンドはピークアウトした可能性もある。日銀としては、もう少し様子見を続ける余地がある。

物価目標が未達にもかかわらず、金融引き締め方向に動くことについての合理的な説明も難しい。長期金利の上下 0.25%の変動許容幅の小幅拡大程度なら可能との見方も多いが、黒田総裁は 6 月の定例会見で、「金融緩和効果は弱まる」と、これが事実上の金融引き締めであると認めることで自らハードルを上げた。投機筋に後ろを見せれば、結局は YCC そのものの放棄にまで追い込まれるリスクも意識していよう。

政府も金融政策は静観の構えである。岸田首相がアベノミクスと距離を置いているのは間違いないが、株価へ与えるリスクを考えれば、急速な政策転換は望んでいないだろう。来るべき総裁人事や、その後段階的に到来する審議委員の人事を通じ、漸進的な政策転換を模索する方針と考えられる。物価の高騰が続き、「日銀インフレ」との批判が高まった場合は、動かざるを得なくなる可能性もあるが、日銀に明確な政策転換を促すのであれば、2013 年に安倍政権と日銀が結んだ、いわゆる「アコード」の書き換えの必要性も出てくる。初志貫徹を目指す黒田総裁もそれは望んでいないだろう。当面、物価高対策は財政政策で対応する構えとみられる。

次期総裁のもとではいずれ、物価目標の位置付けを後退させたうえで、金融政策の枠組み変更を行なうとみるが、その時期は不透明感が漂う。米国景気は後退局面入りが濃厚で、日本も同様の展開をたどらざるを得ず、最初の一手が金融緩和にならざるを得ない可能性もある。本格的に出口に舵を切る時期は 2024 年以降にずれ込む可能性が高まっている。（担当：小玉）

２．米国経済見通し

＜要　　約＞

4－6月期の米実質GDP成長率は、前期比年率▲0.9%と市場予想（同＋0.4%）を大きく下回り、2四半期連続のマイナス成長となった。在庫投資のマイナス寄与が大きかったが、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）も同▲0.3%とマイナスに転じており、足元の景気が弱含んでいる様子が示される結果となった。

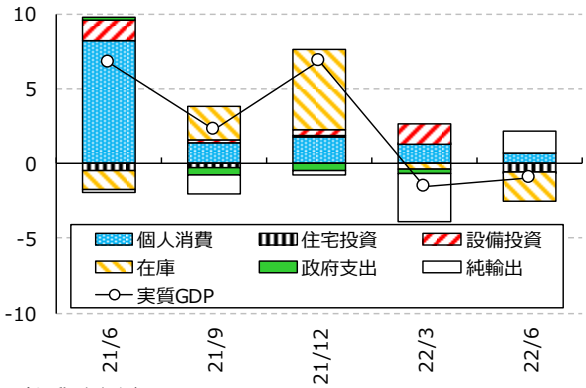
今後の個人消費は、物価上昇による消費者センチメントの悪化と実質所得の目減りに加え、家計の資産状況も悪化していることから、鈍化基調をたどると予想する。設備投資は、企業が景気に対する先行き不透明感を強めているのに加え、銀行の貸出基準も厳格化していることから軟調な推移を予想する。物価は、供給制約の緩和に加え、住宅市場の軟化に伴う住宅関連品目のプラス寄与縮小、賃金の鈍化などから、伸び幅は縮小に向かうとみる。2022年末時点では6%前後、2023年末には2%台半ばまでの鈍化を予想する。

2022年後半以降は、物価上昇やFRB（米連邦準備制度理事会）による積極的な利上げの影響が本格的に現れることで、景気後退局面入りが避けられないとみる。もっとも、2023年にかけては物価の伸びが鈍化し、年半ばにはFRBが利下げに転じることで、比較的マイルドかつ短期の景気後退にとどまると予想する。

4－6 月期の成長率は 2 四半期連続のマイナス

4－6 月期の米実質 GDP 成長率は、前期比年率▲0.9%と、市場予想（同＋0.4%）を大きく下回り、2 四半期連続のマイナス成長となった（図表 2-1）。在庫投資のマイナス寄与が大きかったが、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）も同▲0.3%とマイナスに転じており、足元の景気が弱含んでいる様子が明確に示される結果となった。

%　（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、民間最終消費支出は前期比年率＋1.0%と、前期（同＋1.8%）から伸びが鈍化した。サービス消費の伸びは加速したものの、財消費は 2 四半期連続のマイナスとなった。サービス消費はこれまで、財消費に比し伸びが緩慢だったが、感染症の影響一巡で外出機会が増加したことで、財からサービスへと消費の対象がシフトした様子を表している。設備投資は同▲0.1%と、小幅ながら 8 四半期ぶりにマイナスに転じた。借入コストの上昇や、景気に対する先行き不透明感が高まったことが投資意欲を削ぐ形となった。住宅投資は、同▲14.0%の大幅マイナスとなった。住宅価格の高騰に加え、住宅ローン金利が急上昇したことが響いた。

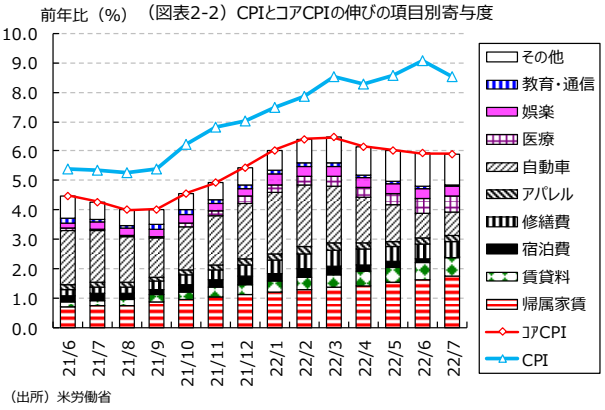
在庫投資の寄与度は▲2.01%ポイントと、前期（▲0.35%ポイント）からマイナス幅が拡大した。政府

支出は、前期比年率▲1.9%と、3四半期連続のマイナスとなった。

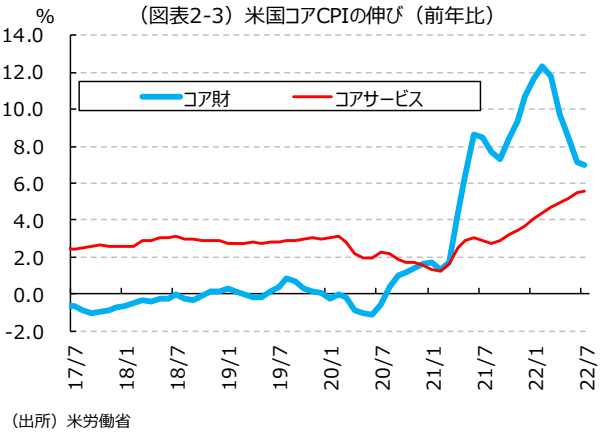
輸出は、旅行をはじめとしたサービス輸出などが大きく伸びたことで同＋18.0%となる一方、輸入は財消費や設備投資が弱まったことなどを背景に同＋3.1%と小幅の伸びにとどまった。この結果、実質 GDP 成長率に対する純輸出の寄与度は＋1.43%と、8四半期ぶりにプラスとなった。

CPI の伸び幅は次第に縮小へ

7月の米 CPI は前年比＋8.5%と、3ヵ月ぶりに伸びが鈍化した。変動の激しい食料品とエネルギーを除いたコア CPI は同＋6.2%と、前月と同じ伸びとなった（図表 2-2）。

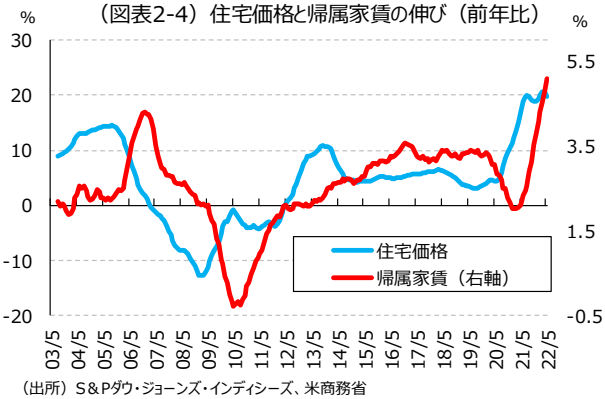


コア CPI を財とサービスに分けて見ると、コア財の伸び鈍化が鮮明になっている半面、コアサービスの上昇幅が着実に拡大している（図表 2-3）。



コア財価格の伸びは、今後さらに鈍化するとみている。これまでは、供給制約と好調な財消費が需給両面から上昇圧力となっていた。まず、供給制約については、7月の ISM 製造業リードタイム指数が昨年 10 月のピーク時より約 20 ポイント低下するなど、緩和に向かう兆しが見える。主要国で「with コロナ」政策が浸透するなか、物流の目詰まりは解消へ向かっており、今後はさらなる改善が期待できる。

次に、需要動向を見ると、4－6月期実質 GDP における財消費は前期比年率▲4.4%と 2 四半期連続でマイナスとなった。コロナの影響が小さくなるなか、人々はサービス消費を活発化させており、その分、財消費への支出を減らしていると考えられる。また、コロナ禍で財消費が旺盛であったことから、すでに需要の先食いが進んでしまった可能性もある。



コアサービス価格の推移を見ると、住宅価格の高騰などを反映し、帰属家賃や賃貸料など、住宅関連品目のプラス寄与幅が徐々に大きくなっている。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ており、7月 CPI の前年比を約 3%ポイント押し上げている計算である。ただし、住宅市況は、今年の春以降、住宅ローン金利の上昇などを背景に急速に悪化している。特に帰属家賃は、住宅価格に遅行する傾向が強いことから（図表 2-4）、今後は伸びの鈍化傾向が鮮明化する可能性が高い。

物価の基調に大きな影響を及ぼす賃金は、昨年後半以降伸びが鈍化している（図表 2-5）。FRB の積極的な利上げに伴い、景気の先行き不透明感が強まるなか、労働需給が次第に緩み始めている可能性が見て取

れる。今後、FRB はさらなる利上げを行なう意向を示しており、労働需要はさらに鈍る可能性が高い。賃金の上昇ペースも鈍化基調が鮮明となり、物価上昇圧力を和らげるとみている。2022 年末時点では 6%前後、2023 年末には 2%台半ばまで鈍化すると予想する。

個人消費の弱含みは避けられず

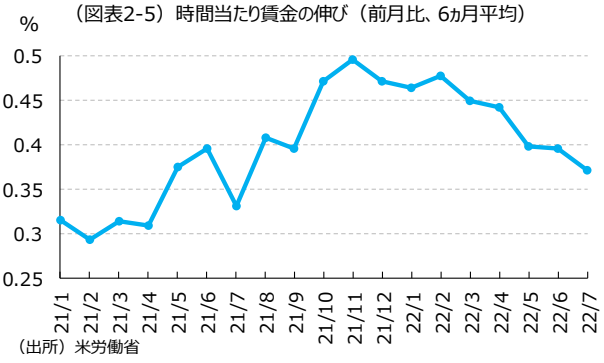
コンファレンスボードが発表した 7 月の消費者信頼感指数は 95.7 と、2021 年 2 月以来の水準まで低下、消費者マインドは悪化傾向が続いている（図表 2-6）。内訳をみると、今年に入ってからは現況指数に比し、期待指数の低下幅が大きくなっており、消費者が景気の先行きに対し警戒感を強めている様子がうかがえる。ガソリンや食料品価格をはじめとした物価高騰が個人消費を圧迫しているほか、これまでコロナ禍で活発化した買い替え需要が一巡していることも影響しているとみる。

また、6 月下旬から 7 月上旬にセンサス局が行なった国勢調査によると、家計の支払いを賄うのが「困難でない」とする人が大きく減少する一方で「いくらか困難」、「とても困難」とする人が大きく増加し、9,000 万人を超えた（図表 2-7）。2 年前にこの質問が導入されてから最も多く、昨年の同時期との比較では約 1.5 倍となっており、物価上昇によって家計が苦しめられている様子が如実に現れている。

家計の資産状況も悪化している。1－3 月期の家計の金融資産残高は 2020 年 3 月期以来、初めて減少に転じた（図表 2-8）。株式市場の大幅な下落による影響が大きい。1－3 月期以降も株式市場は軟調で、足元の金融資産残高は一段と目減りしている可能性が高く、逆資産効果が個人消費の下押し要因になる。

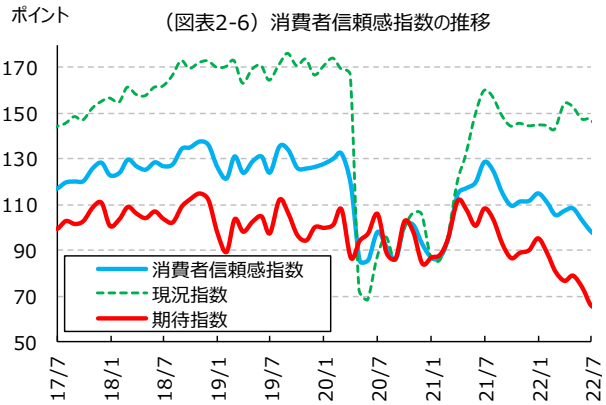
当面は物価の高止まりが続くとみられ、消費者マインドの悪化や実質所得の目減りなどから個人消費は減少基調をたどると予想する。もっとも、2023 年には物価の伸びが鈍化するとみられるほか、同年後半以降は、FRB が利下げに動くこと等を背景に、徐々に個人消費は持ち直すとみている。

（図表2-5）時間当たり賃金の伸び（前月比、6カ月平均）



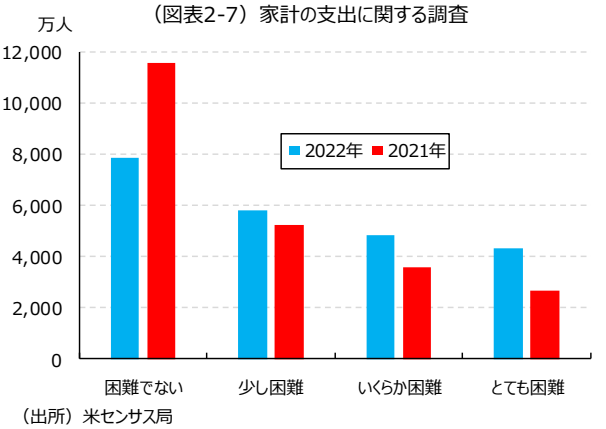
（出所）米労働省

（図表2-6）消費者信頼感指数の推移



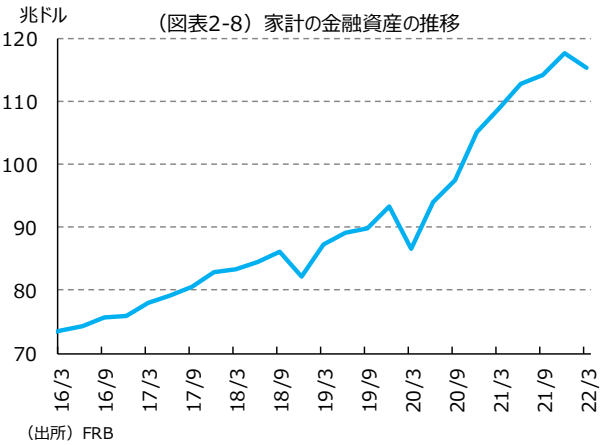
（出所）米コンファレンスボード

（図表2-7）家計の支出に関する調査



（出所）米センサス局

（図表2-8）家計の金融資産の推移



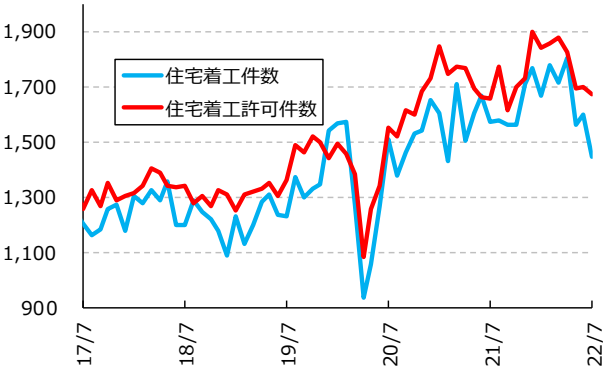
（出所）FRB

住宅投資は減少基調が続くと予想

4－6 月期の住宅投資は、前期比年率▲14.0%となり、住宅市場が急速に冷え込んでいる様子を示した。7 月の住宅着工件数は、年率 144.6 万件と、昨年 2 月以来の低水準となっている（図表 2-9）。要因として挙げられるのは、住宅価格の高騰である。全米主要 20 都市の住宅価格の動向を示す S&P ケースシラー住宅価格指数は、5 月に前年比 20.5%まで上昇した（図表 2-10）。家計の所得中央値で購入できる住宅の割合は、2020 年第 1 四半期以降、均せば低下基調で推移しており、2022 年第 1 四半期には 56.9%と、過去平均の 63.7%を大きく下回っている。これは、平均的な家計にとって、住宅購入のハードルが以前と比べて高くなっていることを示している。

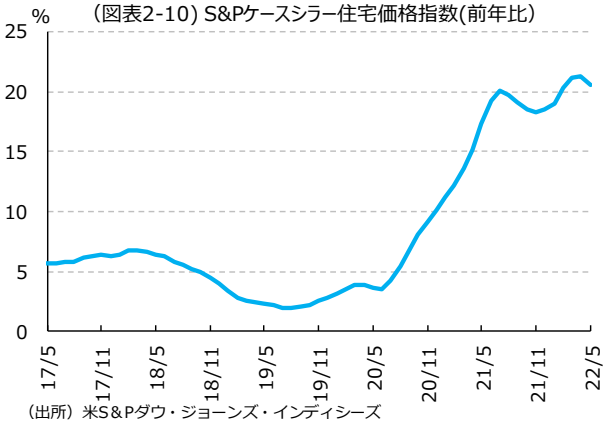
また、住宅ローン金利の上昇も強い向かい風となっている。米連邦住宅貸付抵当公社（フレディマック）が発表している 30 年固定の住宅ローン金利は、6 月下旬には一時 5.81%まで上昇した（図表 2-11）。3 月の FOMC（米連邦公開市場委員会）以降、FRB が積極的な利上げ姿勢に転じたことを反映している。30 年固定ローン（元利均等支払い）の場合、借入コストが 1%ポイント上昇すると、支払い総額が約 10%強増加する計算になる。昨年末以降、住宅ローン金利は約 2.5%ポイント上昇しており、支払い総額は単純計算で 30%弱増えたことになる。年内は、FRB による利上げが続く見込みであり、住宅ローン金利がすぐに大きく低下する可能性は低い。物件価格が高騰している一方で、家計の購買力は物価上昇の影響で弱含んでいる。こうした状況を踏まえると、しばらくの間、住宅投資は減少基調が続くと予想する。もっとも、今後住宅価格の鈍化が進めば、徐々に需要が戻ってくる可能性が高く、2023 年後半以降、住宅投資は緩やかながら持ち直すとみている。

千件　（図表2-9）住宅着工件数と住宅着工許可件数の推移



（出所）米商務省

%　（図表2-10）S&Pケースシラー住宅価格指数(前年比)

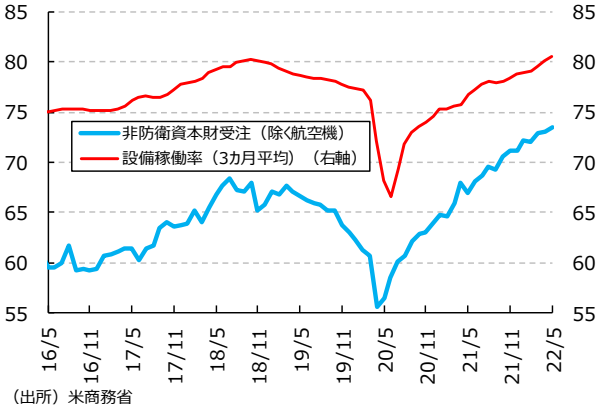


（出所）米S&Pダウ・ジョーンズ・インディシーズ

%　（図表2-11）30年固定住宅ローン金利

（出所）フレディマック

10億ドル　（図表2-12）資本財受注と設備稼働率の推移　%



（出所）米商務省

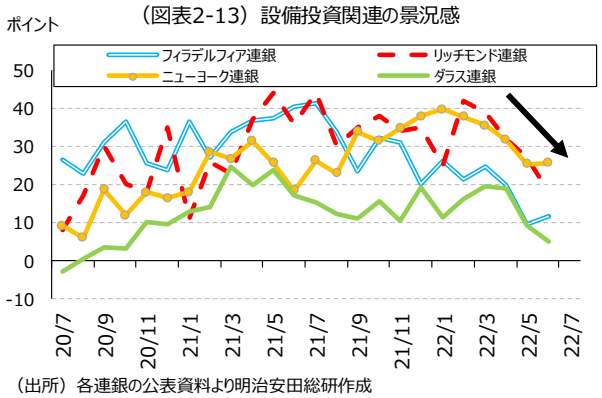
設備投資は軟調な推移を予想

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、今のところ堅調に推移している。製造業の設備稼働率も上昇基調となっており、4 月に

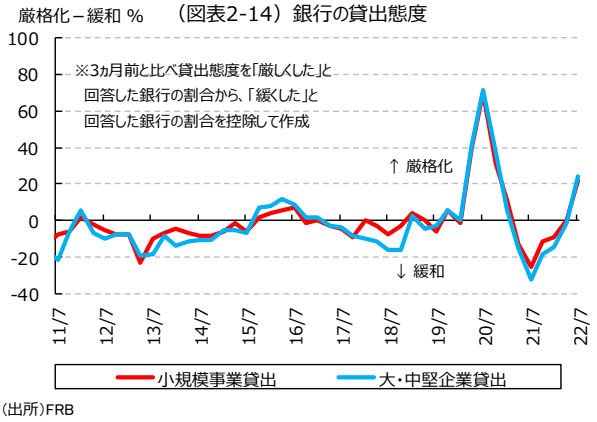
は 80.9%と、2018 年 11 月以来の水準まで上昇した(図表 2-12)。

一方、各地区連銀調査の設備投資に関する景況指数を見ると、拡大と縮小の境目であるゼロを上回っているものの、春先以降、均せば低下基調で推移している（図表 2-13)。世界経済の先行きに対する不透明感が強まるなか、借入金利も急上昇していることで、設備投資に対する弱気なスタンスが徐々に広がっている様子がうかがえる。2022 年を通じて FRB は利上げを進める可能性が高く、短期を中心とした借入コストが連動して増加するのは避けられない状況である。また、FRB による企業向け貸出態度調査によれば、足元では 3 ヵ月前に比べ、貸出を厳格化した銀行が増加している（図表 2-14)。コロナ禍で行なわれた金融緩和により、平時よりも貸出基準が緩くなっていた反動が現れていると考えられ、これも設備投資を下押しする要因となる。また、ここまでの設備投資は、DX に向けた動きや、人手不足を背景とした省力化需要が下支えしてきた面が強いが、特に後者は、景気の先行き不透明感から先延ばしされる可能性が高まっている。

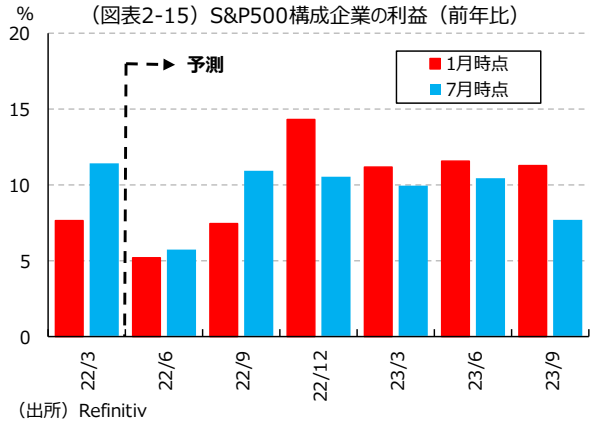
設備投資に大きな影響を与える企業業績は、現時点では底堅い推移が予想されているものの、年後半以降は弱含むとみる。調査会社リフィニティブが行なった調査によると、2022 年 7－9 月期までは、半年前の予測よりも最新の予測の方が高い伸びとなる一方、2022 年 10－12 月期以降の業績予測は引き下げられている（図表 2-15)。2022 年後半以降の景気に対する懸念が、半年前よりも強まっている様子を示唆している。現時点では、景気後退シナリオは、業績予想にまだ十分に織り込まれているとはいえず、時間が経つにつれて一段と引き下げられる可能性が高い。



（図表2-13）設備投資関連の景況感
（出所）各連銀の公表資料より明治安田総研作成



（図表2-14）銀行の貸出態度
(出所)FRB



（図表2-15）S&P500構成企業の利益（前年比）
（出所）Refinitiv

こうしたなか、今後の設備投資は、しばらくの間、軟調な推移が続くと予想する。もっとも、2023 年半ば以降、FRB が利下げに転じることが見込まれ、資金調達環境が改善するとともに、徐々に持ち直すと予想する。

2023 年半ば以降の利下げを見込む

7 月 FOMC では、6 月会合に続き、政策金利である FF レートの誘導目標を 0.75%引き上げた。声明文の現状判断部分では、「全体的な経済活動は 1－3 月期に落ち込んだ後、勢いを取り戻したようだ」との表現が、「最近の支出や生産に関する指標は鈍化した」へと下方修正され、経済活動が前回会合時点から鈍化しているとの認識が示された。

FOMC 後に行なわれたパウエル FRB 議長の記者会見では、米国の景気後退に関する質問に対して、「米国経済は今年も成長を続けるための軌道に乗っている」としたものの、「積極的な利上げによって、潜在成長率を下回る水準での成長を維持する必要がある」と述べ、物価目標を達成するため、利上げによる景気減速はやむを得ないとの考えを明らかにした。

当研究所では、9 月に 0.5%の利上げを行なった後、年内残りの 2 会合で 0.25%の利上げを実施すると予想する。2023 年に入っても、前年比で見た物価の伸びは、FRB の目標である 2%を大きく超えた水準で推移する公算だが、これまで行なわれた利上げの累積的な影響が次第に顕在化するため、利上げを停止したとしても、物価上昇の勢いは着実に鈍化するとみている。

ここまで、パウエル FRB 議長をはじめとした FRB 高官は、景気後退に陥ることなく、物価上昇ペースを目標の 2%近傍にまで引き下げることは、ナローパスながら可能との見解を示してきた。しかし、足元の米景気の減速基調と各種先行指標の動きを見る限り、ソフトランディングの達成は難しくなったと考えざるを得ない。そのため、FRB は 2023 年半ばには利下げに転じるとみる。（担当：伊藤）

３．欧州経済見通し

＜要　　約＞

4－6 月期のユーロ圏実質 GDP 成長率は前期比＋0.7%と、5 四半期連続のプラスとなった。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たことなどが、押し上げ要因になったとみられる。ただ、ウクライナからの部品、原材料調達難の影響は、少なくとも 2022 年いっぱい残る可能性が高い。ロシアからの天然ガスの供給不安にも晒され、電力不足の懸念が企業の生産や設備投資の下押し圧力になり続けよう。個人消費も物価高の影響で停滞気味の推移が見込まれ、米国の景気失速で外需も減速、ユーロ圏景気は 2023 年 1－3 月期に後退局面入りすると予想する。もっとも、インフレ対策などの追加の財政支出や、2023 年央以降の ECB による利下げが景気を下支えすることから、落ち込み幅は限定的なものにとどまると見込む。

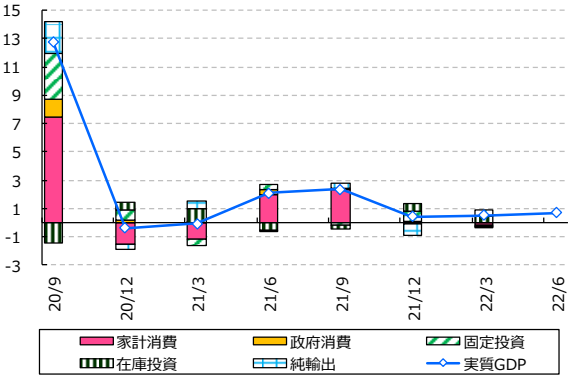
英国の 4－6 月期実質 GDP 成長率は前期比▲0.1%と、5 四半期ぶりにマイナスとなった。英国では、消費者の電気・ガス料金が今年 10 月には 75%近く値上げされる見込みであり、インフレ率は 2022 年末にかけて上昇基調で推移する可能性が高い。物価高が引き続き個人消費の抑制要因になるほか、最大の貿易相手である EU や、米国の景気失速により輸出も伸び悩むことから、英国景気は 2022 年 10－12 月期には後退局面入りすると予想する。ただし、2023 年後半には、インフレ率の鈍化と BOE の利下げなどによって底入れを見込む。

4－6 月期実質 GDP は 5 四半期連続のプラス

4－6 月期のユーロ圏実質 GDP 成長率は前期比＋0.7%と、5 四半期連続のプラスとなった（図表 3-1）。

主要国の成長率は、ドイツ（同＋0.8%→±0.0%）、フランス（同▲0.2%→＋0.5%）、イタリア（同＋0.1%→＋1.0%）、スペイン（同＋0.2%→＋1.1%）と、ドイツは横ばいにとどまったものの、フランス、イタリア、スペインはプラス成長となった。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たことや、南欧諸国を中心に観光需要が増加したことが、押し上げ要因になったとみられる。

（図表3-1）ユーロ圏実質ＧＤＰ成長率と寄与度(前期比)



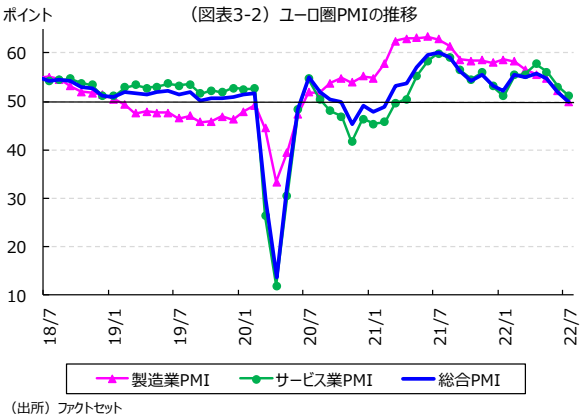
（出所）ユーロスタット

もっとも、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、7 月は 49.9 と、好不況の境目となる 50 を 2021 年 2 月ぶりに下回った（図表 3-2）。物価高に伴う需要の減少懸念から先行きの事業環境の不透明感が高まっており、製造業、サービス業のいずれも景況感が悪化した。

供給制約の問題もいまだに解消していない。ドイツ機械工業連盟（VDMA）の 6 月のアンケート調査では、500 を超える対象企業のうち、9 割近くがサプライチェーンの目詰まりに「非常に直面している」、「それなりに直面している」と回答している。同調査では、特に電気機械や電子部品、鉄鋼などの品目で、

調達の遅滞が発生している様子がうかがえる。ロシアへの経済制裁に伴う貨物検査の厳格化などの影響もあって、欧州の各地でコンテナ船の滞留が発生しているほか、ウクライナ情勢が膠着状態に陥っていることが主因とみられる。ユーロ圏加盟国にとって、ウクライナは鉄鋼や、半導体製造に使用されるネオンガス、自動車部品のワイヤーハーネスなどの主要供給元である。そうした影響から、6 月の EU の新車登録台数は前年比▲15.4%と、3 月以降、二桁のマイナスが続いている。一部の品目では、他国への生産移管が進んでいるものの、安定的に調達ができるまでにはしばらく時間がかかりそうである。

（図表3-2）ユーロ圏PMIの推移



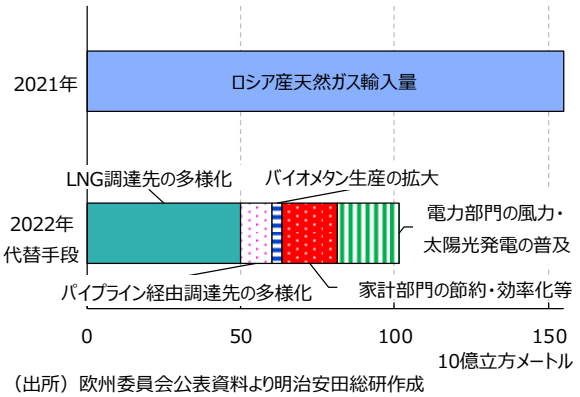
（出所）ファクトセット

エネルギー不足の問題は容易には解決しない

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 は、6 月にロシアからの石油輸入を 2022 年末までに約 90%減らすことに合意した。加えて、エネルギー取引を手掛けるロシア最大手のズベルバンクを SWIFT（国際銀行間通信協会）から排除することも決めた。

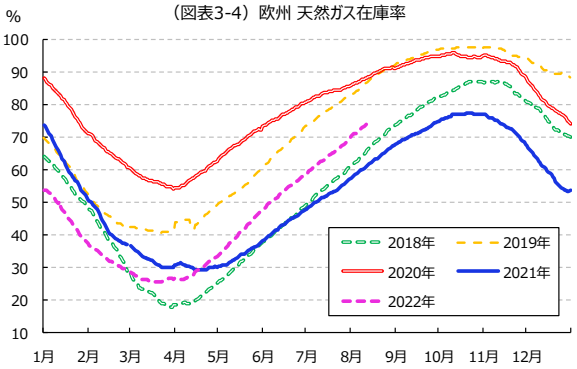
天然ガスに関しても、EU は 2022 年末までにロシアからの輸入を 3 分の 2 ほど削減する計画を示している。代替手段としては、LNG、パイプライン経由を問わず調達先の多様化を進めるほか、バイオメタン（家畜糞尿や食品残渣など有機性廃棄物から取り出すガス）生産の拡大、家計部門や電力部門における再生可能エネルギーの活用などを掲げている（図表 3-3）。なかでも柱となるのは調達先の多様化で、EU はロシア産天然ガス需要の 4 割近くを同手段で賄うとしている。米国とは、2022 年に 150 億立方メートル、その後も 2030 年まで年間 500 億立方メートルの LNG の追加供給で合意している。加えて、7 月にはアゼルバイジャンからも年間 200 億立方メートルの輸入を取り付けた。

（図表3-3）EUのロシア産天然ガスの代替手段



（出所）欧州委員会公表資料より明治安田総研作成

（図表3-4）欧州 天然ガス在庫率



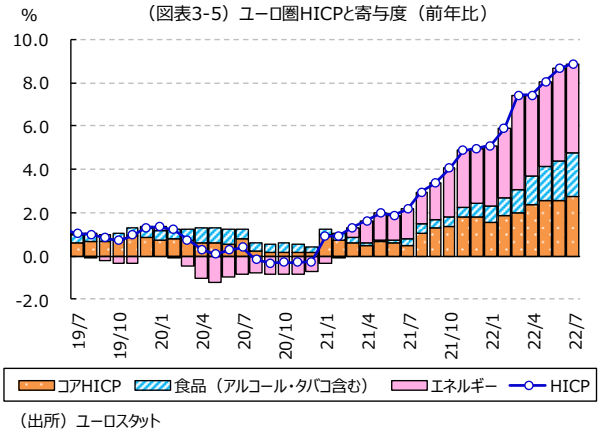
（出所）AGSI+「Gas Infrastructure Europe」より明治安田総研作成

ただ、EU のロシア産天然ガスの輸入依存度は 2021 年時点で約 45%と、他のエネルギーと比べて高い。ロシアは、タービンの不具合を理由に、ノルド・ストリーム 1 を通じた欧州向けの天然ガス供給を輸送能力の約 20%まで減らしている。欧州の足元の天然ガス在庫は 75%と、昨年と比較すれば高い水準となっているが（図表 3-4）、代替手段が見つからないままロシアからの供給が滞れば、冬までに十分な在庫を確保できない可能性もある。こうした状況を受けて、EU 加盟国は、来春までガス使用量を 15%削減することで合

意した。再生可能エネルギーによる代替が推奨されているものの、場合によっては原子力や化石燃料の使用も想定されている。もっとも、再生可能エネルギーによる電力供給は自然環境に左右される。また、すでにロシア産の使用を制限されている化石燃料のロシア産以外の調達が増えれば、世界的な需給ひっ迫を招くおそれがある。エネルギー不足の問題は容易には解決しない公算が高い。

ユーロ圏の HICP の伸びは過去最高を更新

7 月のユーロ圏の HICP（消費者物価指数）は前年比＋8.9%と、前月から伸び幅を拡大させ、過去最高を更新した（図表 3-5）。内訳を見ると、エネルギーの寄与度が高く、これで物価上昇の 5 割近くを説明できる。ロシアのウクライナ侵攻によるサプライチェーンの混乱などの影響もあって、食品や工業製品など、エネルギー以外の幅広いセクターで価格上昇圧力が強まっている様子も示されている。



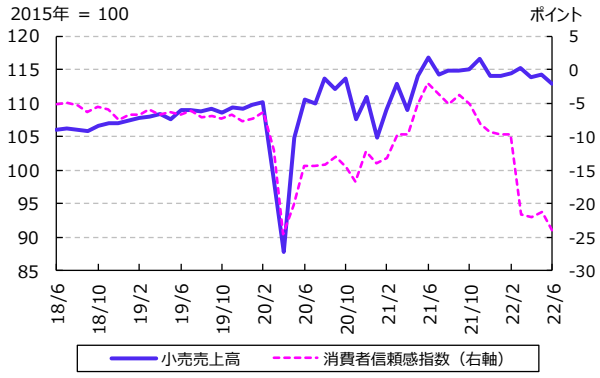
（図表3-5）ユーロ圏HICPと寄与度（前年比）
（出所）ユーロスタット

もっとも、インフレ率は、前年の原油価格上昇に伴うベース効果の剥落や、ECB の利上げによる需要抑制効果が顕在化することで、10－12 月期以降、徐々に鈍化に向かい、2024 年前半には ECB の目標とする 2%近辺に収束すると予想する。

今後については、ウクライナからの部品、原材料調達難の影響は、少なくとも 2022 年いっぱい残るとみる。ロシアからの天然ガスの供給不安にも晒されることで、電力不足への懸念が企業の生産や設備投資の下押し圧力になり続ける可能性が高い。天然ガス価格の高止まりを背景とする物価高により、個人消費も停滞気味の推移が見込まれるほか、米国の景気失速で外需も減速することで、ユーロ圏景気は 2023 年 1－3 月期に後退局面入りすると予想する。もっとも、インフレ対策などの追加の財政支出や、2023 年央以降の ECB による利下げが景気を下支えすることから、落ち込みは限定的なものにとどまると見込む。

個人消費は停滞気味の推移が続く

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、6 月は前月比▲1.2%と、2 ヵ月ぶりにマイナスに転じた（図表 3-6）。春先以降、ワクチンパスポートの提示義務といったコロナ関連の規制が緩和され、ペントアップディマンド（繰越需要）の発現が個人消費の押し上げ要因となったものの、物価高がその勢いを相殺した。



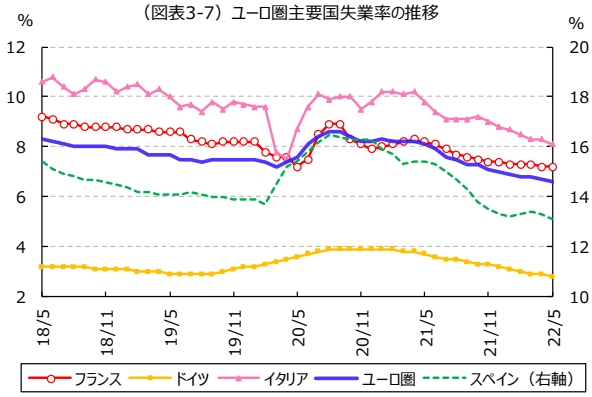
（図表3-6）ユーロ圏小売売上高と消費者信頼感指数
（出所）ユーロスタット

こうしたなか、ドイツでは燃料税の引き下げが実施されているほか、フランスでは年金給付額の引き上げなどを含む総額 200 億ユーロのインフレ対策を発表した。また、6 月のユーロ圏の失業率は 6.6%と、前月から変わらなかったものの、統計開始以来の最低値を維持している（図表 3-7）。雇用環境が底堅く推移しているのは好材料で、インフレ対策とともに、今

後の個人消費の下支え役になると見込まれる。

ただ、消費者マインドはウクライナ侵攻をきっかけに大幅に悪化している。1－3 月の妥結賃金が前年比＋2.8%となるなど、賃金も上昇傾向にはあるものの、インフレ率の上昇には追い付いておらず、実質賃金はマイナス圏に沈んでいる。物価の伸びは 10－12 月期以降、徐々に鈍化するものの、当面は高水準での推移が続くとみられることから、見通し期間のユーロ圏の個人消費は、停滞気味の推移になると予想する。

（図表3-7）ユーロ圏主要国失業率の推移



(出所)ユーロスタット

設備投資は借入コストの増加が重石に

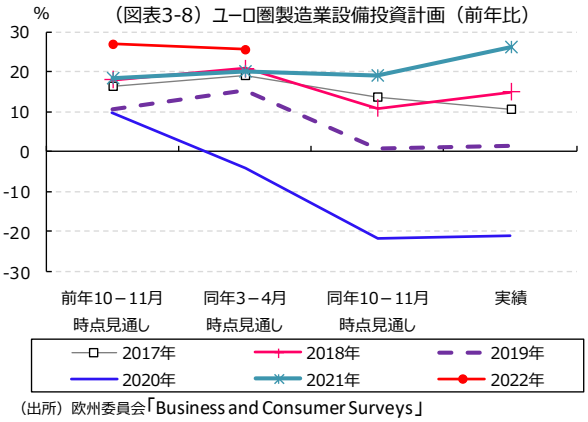
欧州委員会の設備投資サーベイ調査によれば、2022 年の企業の設備投資計画は、3－4 月時点で前年比＋25.5%となっている。同調査としては、同時期の直近 5 年間で最も強い計画である（図表 3-8）。もっとも、ウクライナ情勢は今後も膠着状態が続く可能性が高いほか、ECB の利上げによる借入コストの増加が見込まれることから、今後、計画が先送りされる可能性も考えられる。

資金調達面を見ると、4－6 月期の銀行の貸出基準は、事業環境の不確実性の高まりからリスク許容度が低下したのに伴い、厳格化した（図表 3-9）。企業の資金使途に関しても、設備投資や M&A といった前向きな需要は前期に比べて減少する一方、運転資金への需要の底堅さがうかがえる。

足元の企業収益は堅調に推移しているものの、先行きに関しては、エネルギー不足の問題が圧迫要因になると見込まれる。

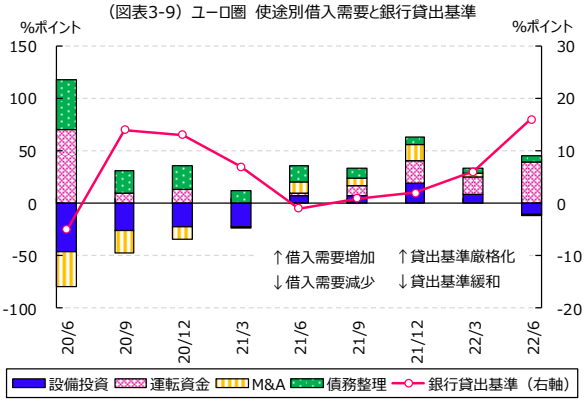
今後のユーロ圏の設備投資は、借入コストの増加が資金調達の重石になるとみられるほか、企業業績の低迷も見込まれることから、伸び悩むと予想する。

（図表3-8）ユーロ圏製造業設備投資計画（前年比）



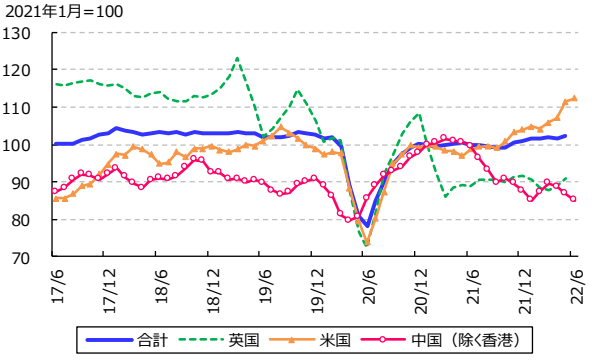
（出所）欧州委員会「Business and Consumer Surveys」

（図表3-9）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3-10）ユーロ圏の相手先別輸出数量（季調済，3カ月移動平均）



（出所）ファクトセットより明治安田総研作成

米国の景気失速が輸出の打撃に

6 月のユーロ圏の輸出金額は前年比＋20.1%と、高い伸びとなった。もっとも、輸出数量は横ばい圏での推移が続いており（図表 3-10）、足元の輸出金額の伸びは価格上昇による面が大きい。主要相手国別に数量指数を見ると、米国向けが増加傾向となっている一方

で、中国向け、英国向けは停滞気味の推移が続いている。

今後の輸出については、中国向けの伸びは弱いままと見込む。中国経済は、上海のロックダウン終了後に持ち直しているが、ゼロコロナポリシーと不動産市場の低迷が続くなか、緩慢な回復を余儀なくされるとみる。英国向けに関しては、英国本土と北アイルランド間の通関・検疫手続きを規定する「北アイルランド議定書」の一部廃止を可能にする手続きを英国が進めていることに対して、EU が法的措置を講じている。今後も両者の対立の溝が埋まらない場合には、EU が制裁関税を賦課する事態にまで発展する可能性もあり、英国向けも伸び悩むと予想する。また、米国では、物価高がしばらく続くことや、FRB による利上げの影響が次第に現れることから、2022 年後半以降、景気はマイルドな後退局面入りを余儀なくされると見込まれ、対米輸出の増勢は鈍化する可能性が高い。

今後のユーロ圏の輸出は、中国や英国向けが伸び悩むほか、米国向けもピークアウトが見込まれることから、不振が続くと予想する。

ECB は 2022 年末まで利上げを進める

ECB は 7 月の政策理事会で、主要政策金利を 0.5%引き上げることを決めた（図表 3-11）。また、金利が急上昇することで、特定国が資金調達難に陥るリスクに対処するための措置として、TPI（伝達保護措置）を新たに導入することを発表した。

（図表3-11）ECBの主な金融政策

政策金利
預金ファシリティ金利　：0.0%
主要リファイナンス金利　：＋0.5%
限界貸出ファシリティ金利：＋0.75%

資産買入れ
・APP（資産買入れプログラム）の買入れ 2022年7月1日に終了
償還された債券の再投資は継続
・PEPP（パンデミック緊急買入れプログラム）の買入れ
償還された債券の再投資は2024年末まで実施（期間、資産クラス、対象国は柔軟に変更）
・TPI（伝達保護措置）を導入

民間金融機関への資金供給オペレーション
2022年以降、TLTROⅢ（条件付き長期資金供給オペレーション第3弾）の追加オペは実施せず
優遇金利の適用期間は2022年6月で終了

（出所）ECB公表資料より明治安田総研作成

ECB は、6 月の理事会で、7 月に 0.25%の利上げを行なう方針を声明文に明記していたが、6 月のユーロ圏の HICP の伸びが前月から加速したことなどを受けて、利上げ幅を拡大させた。ラガルド総裁は理事会後の記者会見で、ウクライナ情勢を巡る混乱から短期的な物価上昇リスクが高まっていることや、TPI の導入で金融政策の波及経路を機能させるための手段が確保されたことなどを、今回の決定に至った理由として挙げた。今後の方針については、「政策金利をさらに引き上げることが適切」としたうえで、「将来の政策金利の経路は引き続きデータに依存する」と述べ、6 月のように利上げ幅を明示することはせず、理事会ごとに決める意向を示した。

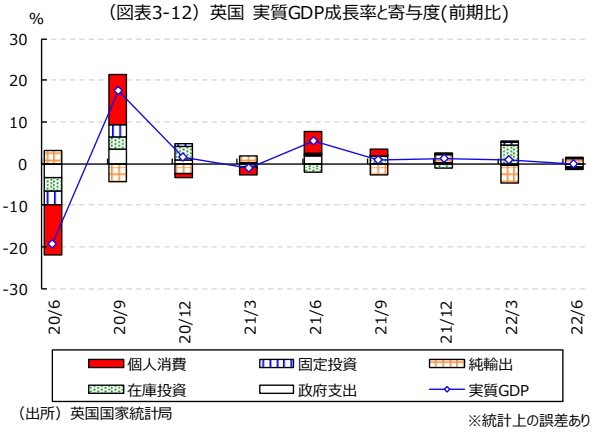
ECB は 7 月に 0.5%の利上げを決め、物価抑制に向けて強気の姿勢を示した。TPI の導入もこうした姿勢を可能にしている。ただ、ラガルド総裁は、利上げペースを速めたとしても、到達地点であるターミナルレートに変更はないとしている。理事会のメンバーであるフランス中央銀行総裁のビルロワドガロー氏や、スペイン銀行総裁のデコス氏の発言を鑑みると、ユーロ圏の中立金利は 1－2%とされ、現段階では、政策金利の引き上げは同水準を目途として実施される可能性が高い。

ECB は主要政策金利を 9 月と 10 月に 0.5%、12 月に 0.25%引き上げると予想する。この結果、2022 年末の預金ファシリティ金利は 1.25%、主要リファイナンスオペ金利は 1.75%、限界貸出ファシリティは 2.00%に達すると見込む。2023 年は、6 月、9 月、12 月に 0.25%ずつの利下げを実施しよう。これにより、物価の伸びは次第に鈍化し、2024 年前半には ECB の目標とする 2%近辺に収束すると予想する。

英国景気も後退局面入りへ

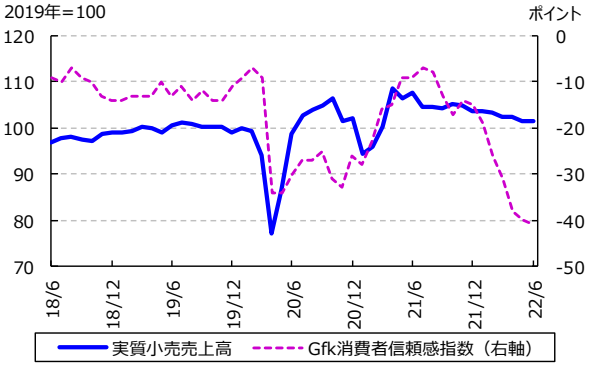
英国の 4－6 月期実質 GDP 成長率は前期比▲0.1%と、5 四半期ぶりにマイナスとなった（図表 3-12）。英国でもユーロ圏と同様、エネルギー価格の高止まりを背景とする物価高が、家計や企業活動の重石となっている。6 月の実質小売売上高は前月比▲0.1%と、2 ヵ月連続でマイナスとなった（図表 3-13）。GfK が公表する消費者信頼感指数は統計開始以来、最低値を記録し、個人消費は減少傾向で推移している。失業率は低水準を維持しているものの、実質賃金の伸びはマイナス圏に沈んでいる。英国では、消費者の電気・ガス料金が今年 10 月には 75%近く値上げされる見込みであり、インフレ率は 2022 年末にかけて上昇基調で推移する可能性が高い。BOE（イングランド銀行）の利上げ効果などから、2023 年以降、物価は次第に鈍化に向かうとみるが、高水準の状態は当面続くことが見込まれ、内需を抑制しよう。

（図表3-12）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3-13）英国 実質小売売上高と消費者信頼感指数



（出所）英国国家統計局、ファクトセット

BOE は 8 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 1.25%から 1.75%に引き上げた。政策金利の引き上げは 6 会合連続で、0.5%の利上げ幅は約 27 年ぶりとなった。資産買入れ策については、APF（資産買入れファシリティ）で買い入れた国債・社債 8,950 億ポンドの満期償還分の再投資をすでに取りやめているが、今後は経済や市場の状況を加味したうえで、早ければ 9 月にも国債の売却を開始する方針を示した。売却額は四半期で約 100 億ポンドを目安とし、償還分と合わせて 1 年間で約 800 億ポンド分の資産を減らす予定となっている。8 月の MPR（金融政策報告書）では、政策金利が市場予想に基づいて 2023 年央にかけて 3.0%まで引き上げることを前提とした場合、英国の実質 GDP 成長率は 2023 年、2024 年と、2 年連続でマイナスとなる見通しが示された。また、インフレ率予測は、2022 年 10－12 月期に前年比＋13%のピークをつけるとしている。BOE が 2022 年 10－12 月期までインフレ率の高い伸びが続く見通しを立てていることを踏まえれば、目先は、BOE は物価抑制に強い姿勢で臨むことが見込まれる。ただ、MPR で示されているように、2024 年にインフレ率が目標の 2%を下回るとしても、2 年連続でマイナス成長となる状態を BOE が実際に見過ごすのは難しいとみる。BOE は 9 月に 0.5%、11 月、12 月に 0.25%ずつ利上げを実施し、2022 年末の政策金利の水準は 2.75%を予想する。もっとも、景気後退局面入りによるインフレ率の鈍化から、2023 年には 6 月、9 月、12 月に 0.25%ずつの利下げを実施すると予想する。国債の売却は 2022 年 9 月から開始するものの、2023 年 6 月にいったん停止し、満期償還に合わせて資産を縮小する方針に切り替えると見込む。

見通し期間の英国景気は、物価高が引き続き個人消費の抑制要因となるとみる。また、最大の貿易相手である EU や、米国の景気失速により輸出も伸び悩むことから、2022 年 10－12 月期には景気後退局面入りすると予想する。一方、2023 年後半には、インフレ率の鈍化と BOE の利下げなどによって景気の底入れを見込む。（担当：前田）

４．中国経済見通し

＜要　　約＞

4－6 月期の実質 GDP 成長率は前期比▲2.6%と、新型コロナウイルスの感染拡大で落ち込んだ 2020 年 1－3 月期以来のマイナス成長となった。3 月下旬以降、上海で実施された感染拡大阻止のためのロックダウンの影響が如実に現れた形である。不動産市場の悪化が続いていることも足を引っ張った。

上海のロックダウンは 6 月 1 日に解除されたことから、7－9 月期以降はペントアップディマンドが顕在化し、実質 GDP 成長率はプラス転換することが見込まれる。加えて、感染拡大の影響で落ち込んだ景気を支えるべく、政府が各種対策パッケージを打ち出しており、財政・金融両面から景気はサポートされよう。習政権は、秋に 3 期目入りを決める共産党大会を控えていることから、今後マクロ経済運営には細心の注意を払うとみられ、景気の回復基調自体は続くと予想する。

もっとも、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可能性が高い。足元で新型コロナウイルスの感染が徐々に拡大するなか、ゼロコロナポリシーを継続する姿勢を示していることも景気の重石となる。2022 年の実質 GDP 成長率は前年比＋3.6%、2023 年は同＋5.0%にとどまると予想する。

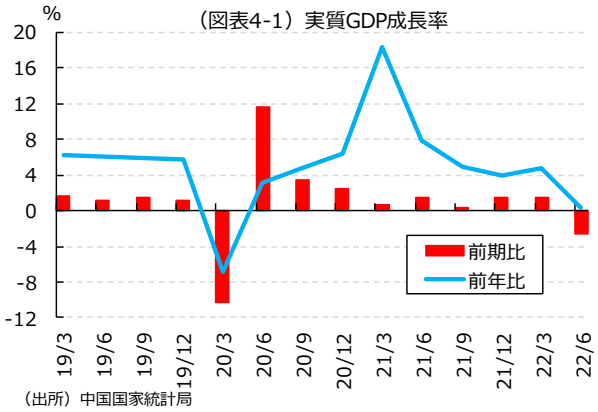
4－6 月期は上海ロックダウンの影響が顕在化

4－6 月期の実質 GDP 成長率は前年比＋0.4%と、マイナス成長こそ免れたものの、コロナの感染拡大で落ち込んだ 2020 年 1－3 月期の同▲6.9%以来となる低い伸びにとどまった（図表 4-1）。一方、前期比では▲2.6%と、同年 1－3 月期以来のマイナスに転じた。3 月下旬以降、上海で実施されたロックダウンの影響が如実に現れた形である。産業別に見ると、各種行動制限措置の影響で宿泊・飲食業や運輸関連業等が冴えなかったほか、悪化が続く不動産業も足を引っ張った。

上海のロックダウンは 6 月 1 日に解除されたことから、7－9 月期以降はペントアップディマンドが顕在化し、実質 GDP 成長率（前期比）はプラス転換が見込まれる。景気に先行するとされる総合 PMI（企業購買担当者景気指数）を見ても、7 月は 52.5 と好不調の境目となる 50 を 2 ヵ月連続で上回った（図表 4-2）。

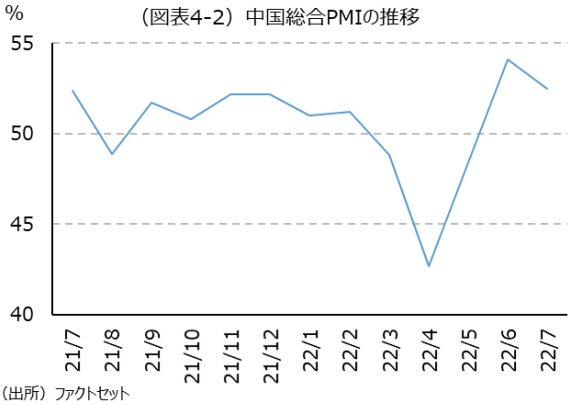
ただ、ロックダウン解除後、複数の都市でコロナ感染者数が徐々に増加しており（図表 4-3）、上海では大

（図表4-1）実質GDP成長率



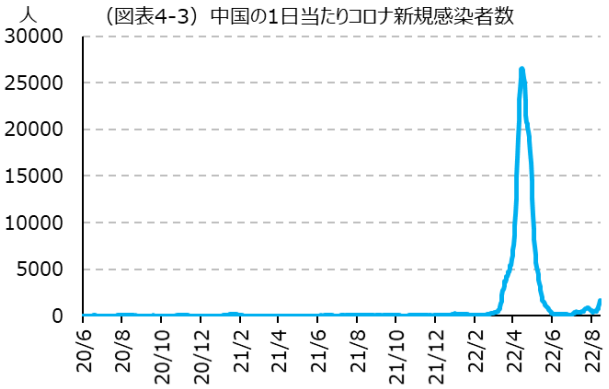
（出所）中国国家統計局

（図表4-2）中国総合PMIの推移



（出所）ファクトセット

規模検査が再び実施されたほか、西安市では娯楽施設の営業や店内飲食が禁止されるなど、各地で規制が強化された。習主席は、引き続き「ゼロコロナポリシー」を継続する方針を示していることから、感染が一段と拡大すれば、再び厳格な措置が導入される可能性が高い。政府の 2022 年の成長率目標は「前年比＋5.5%前後」であるが、その達成は一段と遠のきつつある。



（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

経済対策効果は景気の下支え程度にとどまる見込み

感染拡大の影響で落ち込んだ景気を支えるべく、李首相は 5 月下旬に 6 つの分野で 33 の項目からなる経済対策パッケージを発表し、経済の安定化を目指す方針を示した（図表 4-4）。財政面では、年間で 1,400 億元の税還付を増やすほか、自営業者や中小企業の社会保険料納付期限の延期、失業保険の訓練補助金や大卒者を採用する中小企業への雇用補助金の拡充などが盛り込まれた。ファイナンス面では、自営業者や中小企業への融資、一時的な困窮状態にある個人への住宅ローンについて、元利返済の延期を銀行に促す方針などが示された。

消費と投資の促進分野では、自動車の購入制限が緩和され、一部の乗用車の購入税を段階的に 600 億元引き下げることや、大規模灌漑、輸送、古いコミュニティの改修などのプロジェクトを開始し、銀行に大規模な長期融資を提供するよう指導することなどが発表された。中央政府がインフラ投資促進のため、地方政府に来年の発行枠を前倒しすることで、1.5 兆元相当の特別債の発行を検討するとの報道もある。

（図表4-4）5月下旬に李首相が発表した経済対策パッケージ

財政	・税金還付を年1,400億元拡大
	・自営業、中小企業、および5つの貧困産業に対する社会保険料納付期限を年末まで延長
	・失業保険の訓練補助金拡大
	・大卒者を採用する中小企業への補助金拡大
ファイナンス	・自営業や中小企業への融資、トラック融資、一時的な困窮状態にある住宅ローンについて、銀行は元本と利息の返済を年内に延期
サプライチェーン安定化	・貨物の円滑な流れを確保し、エピデミックのリスクが低い地域からの通過制限等を解除
	・民間航空の緊急融資を1,500億元増やし、航空業界が2,000億元の債券を発行するのを支援
	・国内線、国際線の旅客便を増やし、外国企業間の人的交流を促進するための措置を策定
消費と投資の促進	・車の購入制限を緩和、一部の乗用車の購入税を段階的に600億元引き下げ
	・都市毎に住宅ニーズをサポート、3,000億元の鉄道建設公債の発行を支援し、地方道路を建設・改修
エネルギー安全保障	・現地での石炭生産責任を果たし、採炭政策を調整して生産能力を増強、石炭供給を確保するための手続きをスピードアップ
人々の基本的な生活設計を保障	・失業保険、自給自足手当等、貧しい人々を援助

（出所）中国政府公表資料より明治安田総研作成

（図表4-5）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	3.6	5.0

(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を示している。李首相も、7 月下旬に行われた世界経済フォーラムの会合で、高い成長率目標のために大型の経済対策を実施しない意向を示している。今後経済対策が追加されるとしても、「前年比＋5.5%前後」とする成長率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＋3.6%、2023 年は同＋5.0%にとどまると予想する（図表 4-5）。

繰越需要一巡後の個人消費は緩慢な回復に

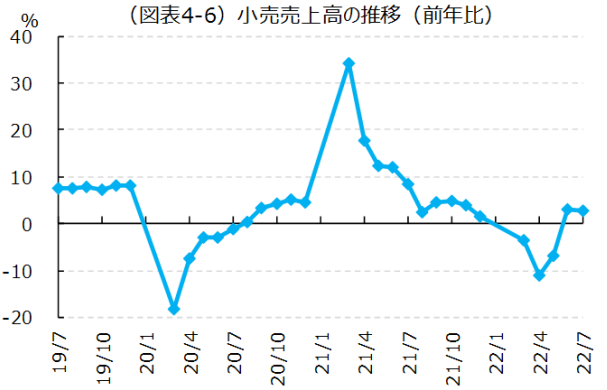
7 月小売売上高は前年比＋2.7%と、2 ヵ月連続のプラスとなった（図表 4-6）。6 月 1 日に上海でロックダウンが解除された後、個人消費が持ち直している様子がうかがえる。品目別に見ると、ここ数ヵ月押

し下げ要因となってきた自動車が同＋9.7％と、2 ヵ月連続のプラスとなった。政府が購入補助金を拡充しているほか、自動車取得税の引き下げやナンバープレート規制の緩和など、各種の購入支援策を打ち出していることが奏功したと言える。サプライチェーンの混乱に伴う影響が緩和しつつあることも押し上げ要因となった可能性がある。その他では、オフィス用品が同＋11.5％と高い伸びを示し、経済活動が正常化へ向かっている様子を示したほか、被服・靴・帽子が 2 ヵ月連続で増加するなど、外出需要の回復も確認できる。

もっとも、小売売上高の前年比、前月比の伸びはともに 6 月から縮小しており、ロックダウン解除後の個人消費の反動増は、当初想定していたものより限定的との印象も受ける。ロックダウン解除後に感染が再拡大しており、一部都市で各種の行動制限措置が実施されていることが影響しているとみられる。

今後の個人消費を占ううえで重要な雇用・所得環境を見ると、昨年末以降、悪化傾向にあった都市部調査失業率は 7 月に 5.4％と、4 月の 6.1％をピークに 3 ヵ月連続で改善し、今年の政府目標である「5.5％以内」まで低下した（図表 4-7）。李首相は、3 月の全人代で「雇用を安定させ拡大させるために可能な限りのことをしなければならない」と述べていたほか、7 月中旬に開催された国務院常務会議でも「6 月の雇用状況は 4、5 月から改善したものの、雇用の安定化は依然として困難」との考えを示した。確かに、年齢別の失業率をみると、16－24 歳が 19.9％と上昇傾向をたどっており、若年層中心に雇用不安は解消されていないとみられる。失業率が政府の今年の目標水準近辺まで低下してきたとはいえ、現状に満足している様子はみられず、仮に雇用が悪化した場合にはさらなる政策対応も期待されることから、今後も失業率は改善基調をたどることが予想される。

（図表4-6）小売売上高の推移（前年比）

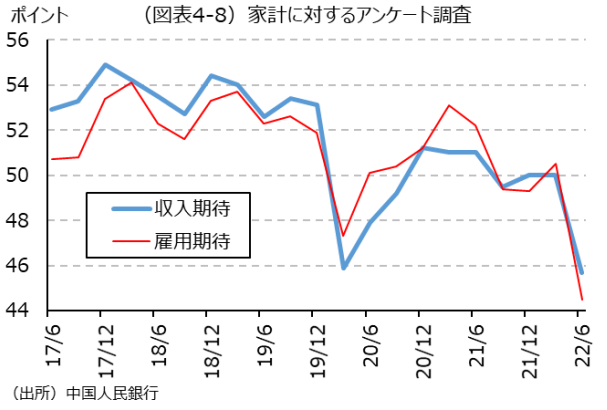


（出所）中国国家統計局　※2月の数値は、1月，2月の累計値

（図表4-7）都市部調査失業率

（出所）中国国家統計局

（図表4-8）家計に対するアンケート調査



（出所）中国人民銀行

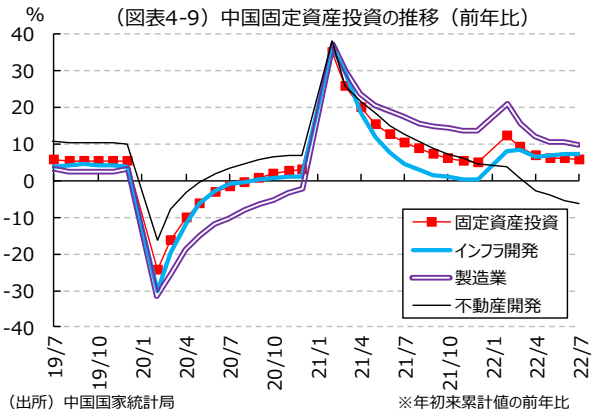
しかし、PBOC（中国人民銀行）が実施した家計へのアンケート調査によれば、ロックダウンの影響により足元で雇用や収入面の期待が大きく低下した様子が見て取れる。また、コロナ禍で景気が急速に悪化した後の回復期である 2020 年 4－6 月期からロックダウン実施前を見ても、そうした期待がコロナ禍前と比較して概ね低位で推移していた様子が確認できる（図表 4-8）。同調査では、2020 年 3 月以降、「貯蓄を増やす」とする家計が増加傾向をたどり、直近 6 月には調査開始以来最高となったことが示されており、「ゼロコロナポリシー」の長期化が消費者マインドの萎縮につながっている可能性が示されている。

ロックダウン解除後、コロナ感染者数が再び増加しているほか、今後、新たな変異株が発生するリスクも燻り続けており、消費者マインドの萎縮傾向はしばらく続くことが見込まれる。当面、不動産市場の悪

化が続くとみられることも、家財の購入機会の低下を通じて個人消費を抑制する要因となろう。目先の個人消費は、ペントアップディマンドや経済対策、雇用対策の効果によって堅調な推移をたどると予想するものの、そうした効果が一巡した後は緩やかな伸びにとどまると予想する。

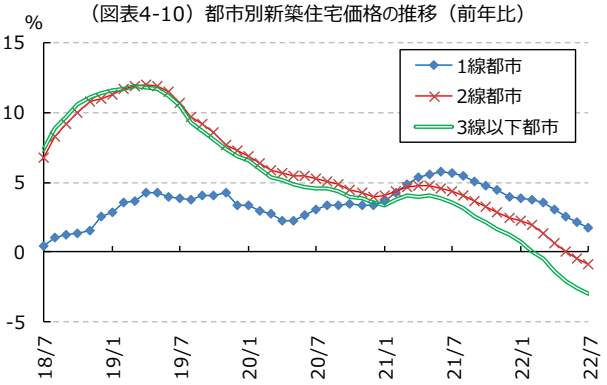
固定資産投資は不動産投資が重石に

1－7 月の固定資産投資（年初来累計）は前年比＋5.7%と、春先以降、伸びが鈍化傾向にあるものの、2021 年通年の同＋4.9%を上回って推移している（図表 4-9）。実施主体別に見ると、国有企業が前年比＋9.6%、民間企業が同＋2.7%と、前者が高い伸びを示しており、感染拡大が景気を下押しするなか、国主導で固定資産投資を支えている様子がうかがえる。



（図表4-9）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牽引役となっている。製造業投資については、米国との経済摩擦が続くなか、IT をはじめとした多くの業態で自国生産を強化することが求められている。ロシアのウクライナ侵攻は、中国に限らず、戦略的に重要な品目については自陣営内で調達できる体制を構築する必要性を再認識させた。また、GX や DX への対応は世界的潮流でもあり、製造業投資は今後も底堅い推移が続くと予想する。インフラ開発投資についても、昨年策定された第 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のに加え、政府は景気対策としてインフラ開発投資を拡充する方針を示している。年末にかけては製造業投資、インフラ開発投資が景気の下支え役として寄与すると見込まれる。



（図表4-10）都市別新築住宅価格の推移（前年比）
（出所）中国国家統計局　1線～3線は都市の規模（数字が小さいほど大都市）

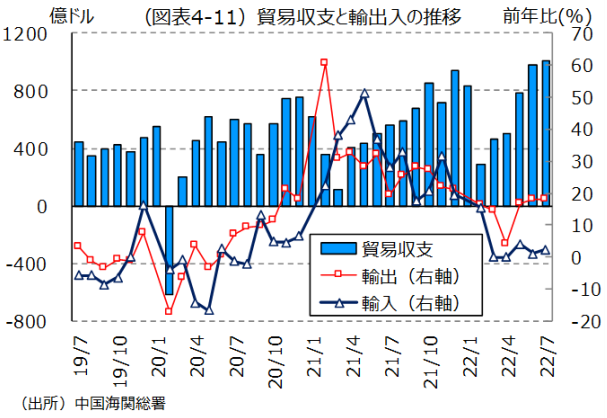
一方、1－7 月の不動産開発投資は同▲6.4%と 4 ヵ月連続のマイナスとなった。政府は過熱気味だった不動産市場を抑制するため、2020 年 8 月に「3 つのレッドライン」を打ち出した。その後、恒大集団の債務問題が明るみに出たことで、昨年 12 月の中央経済工作会議において、部分的な規制緩和を行なう方針を発表した。しかし、6 月の新築住宅価格は前年比▲1.7%と、4 ヵ月連続でマイナスとなっている。都市別の動きを見ると、規模が小さい都市ほど住宅市場が悪化している様子がうかがえる（図表 4-10）。地方都市の苦境が表れており、地方政府は住宅ローン限度額の引き上げや転売規制の緩和、補助金の支給などを通じて不動産市場の下支えに動いている。

もっとも、習政権は「共同富裕」を目指していることから、不動産市場の各種規制は継続する見込みである。固定資産投資は、政府による支援策などが下支えするものの、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。

輸出は緩慢な伸びにとどまる見込み

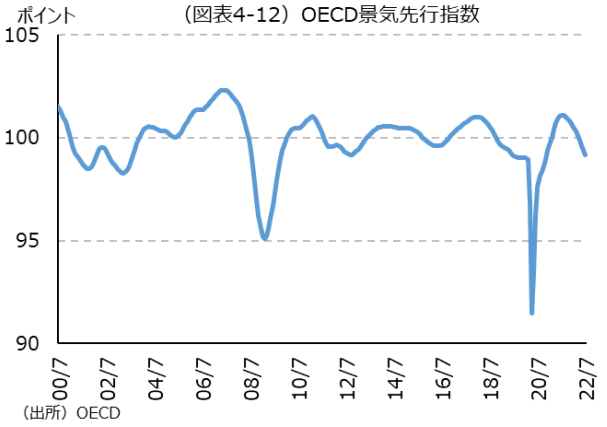
7 月の貿易統計を見ると、輸出は前年比で＋18.0%と 3 ヵ月連続で二桁増となる一方、輸入が同＋2.3%

と小幅の伸びにとどまった。この結果、貿易収支は1990年以降で最大の黒字幅となった（図表4-11）。品目別輸出を見ると、自動車や自動車部品、一般機械などが二桁増となっており、ロックダウンの解除に伴うサプライチェーンの回復が輸出の増加に寄与した可能性がある。一方、輸入については、ロックダウンが解除されたものの、小売売上高が小幅の伸びにとどまったほか、不動産市場の悪化が続くなど、内需の回復が限定的なものにとどまっている様子を示している。



（出所）中国海関総署

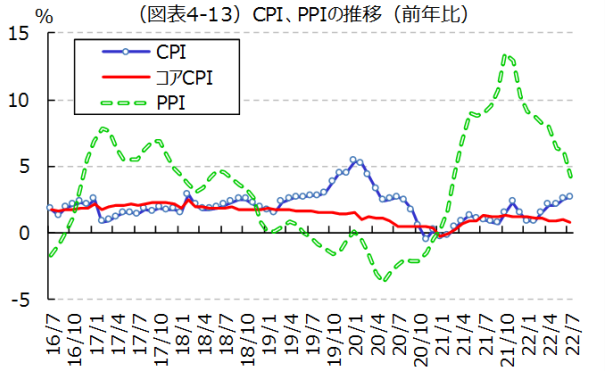
世界景気に先行する傾向のみられるOECD景気先行指数が低下基調で推移していることから、輸出は今後次第に減速していく可能性が高い（図表4-12）。輸入については、ロックダウンの解除や各種の経済対策効果による内需の持ち直しが見込まれることから、短期的にはプラス幅が拡大しよう。もっとも、そうした反動増的な動きが一巡した後は、内需の勢いが再び鈍化する結果、輸入の増勢も次第に弱まると予想する。



（出所）OECD

金融政策は緩和スタンスを継続

7月のCPIは前年比＋2.7%と2020年7月以来の高い伸びとなった（図表4-13）。もっとも、食品とエネルギーを除いたコアCPIは、ここ1年程度同＋1.0%程度の小幅な伸びで推移しているほか、川上段階にあるPPIは同＋4.2%と2021年10月をピークに鈍化傾向にあり、インフレ率が急騰している欧米各国とは異なる状況にある。PBOCは、8月15日に1年物MLF（中期貸出制度）金利を2.75%に7ヵ月ぶりに引き下げた。



（出所）中国国家統計局

PBOCは、6月下旬に開催した第2四半期の金融政策委員会後に発表した声明文で、足元では世界経済の成長鈍化、インフレの高進、地政学的紛争の継続など外部環境がより深刻になっていること、国内の感染状況は概して改善しているものの、依然として課題であり、経済発展は需要の縮小、供給ショック、期待の弱体化という3つの圧力に直面しているといった認識を示した。その上で、「感染を防ぎ、経済を安定させ、開発を安全に」するために、「穏健な金融政策」を標榜し、金融政策の伝達メカニズムの障壁を解除し、十分に適度な流動性を維持し、実体経済をより強力にサポートしていく考えを示した。

しかしながら、FRBやECB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」を目指す習政権が、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ろう。（担当：大広）

５．豪州経済見通し

＜要　　約＞

豪州の 4－6 月期実質 GDP 成長率は、雇用環境の改善などを背景に個人消費が堅調だったほか、資源・穀物需要の増加に伴う輸出の回復により、3 四半期連続のプラス成長になったと予想する。

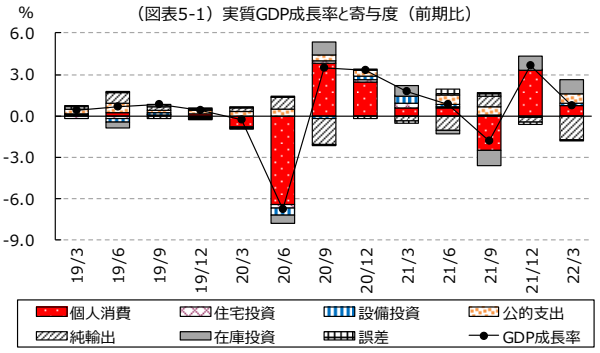
今後の豪州経済は、世界景気悪化の影響を受けながらも、最大の輸出相手国である中国が政策効果で景気腰折れを回避できる見通しであるほか、ロシアのウクライナ侵攻に伴う資源・穀物への代替需要の高まりから、緩やかながらも輸出の増加が見込まれる。雇用環境の改善が続くとみられるほか、健全な家計のバランスシートが下支えとなることで、個人消費も緩やかな回復基調で推移しよう。

2022 年の実質 GDP 成長率は前年比＋3.0%、2023 年は同＋2.0%と、回復トレンドを維持すると予想する。

4－6 月期実質 GDP はプラス成長を予想

豪州の 1－3 月期実質 GDP 成長率は前期比＋0.8%と、2 四半期連続でプラスとなった（図表 5-1）。家庭用電化製品や衣類などの消費財の輸入が急増したため、純輸出の寄与は大幅なマイナスだった。一方、コロナ感染の拡大に対して、厳格なロックダウンの発動が回避されたことから、個人消費の寄与はプラスを維持したほか、ニューサウスウェールズ州などで発生した洪水に対する支援金拠出などの財政政策によって、公的支出もプラス寄与となった。4－6 月期も、個人消費は雇用環境の改善などを背景に堅調に推移したほか、資源・穀物需要の高まりもあって輸出が回復したことから、プラス成長を予想する。

（図表5-1）実質GDP成長率と寄与度（前期比）



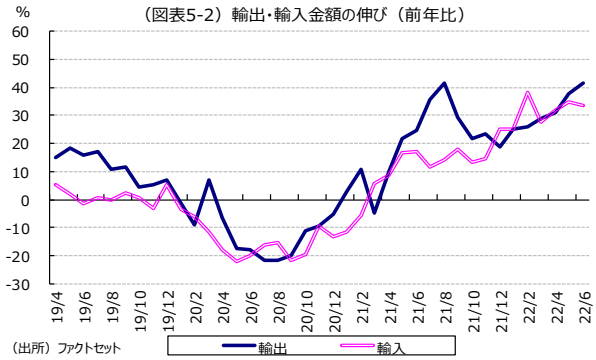
（出所）ファクトセット

中国向けと資源・穀物の代替需要で輸出増が続く見込み

豪州の 6 月の輸出金額は前年比＋41.4%と、前月の同＋37.7%から伸び幅が拡大した（図表 5-2）。鉄鉱石と穀物の輸出増加が寄与した。

地域別に見ると、最大の輸出相手国である中国向けは 5 ヵ月連続で伸びている。中国では、上海のロックダウンが解除された 6 月以降もコロナ感染者は一定数発生しており、感染動向によっては再び厳しい行動制限措置が課される可能性があるほか、不動産市場の調整も続くとみられるが、政府の政策効果で景気腰折れは回避できる見通しである。加えて、ロシアのウクライナ侵攻による資源・穀物への代替需要が押し上げ要因になるとみられることから、輸出全体としては

（図表5-2）輸出・輸入金額の伸び（前年比）



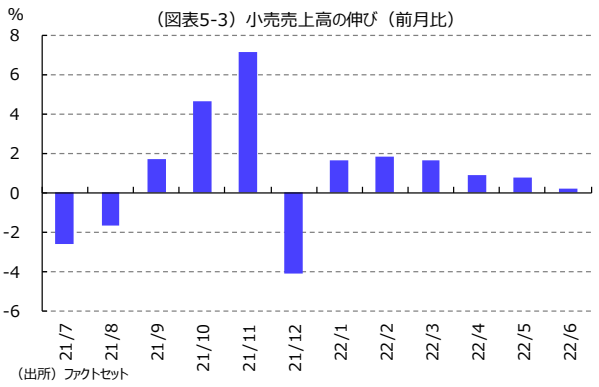
（出所）ファクトセット

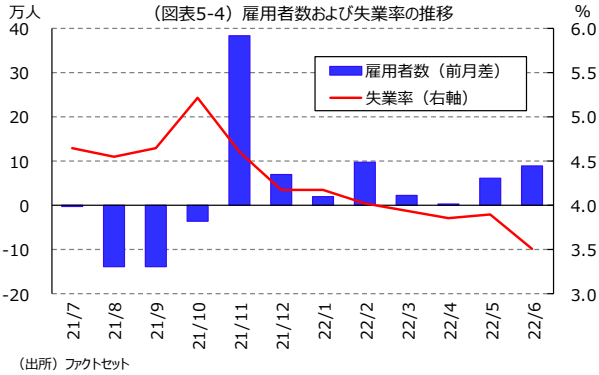
緩やかながら増加基調が続くと予想する。

個人消費は良好な雇用環境が下支え

豪州の 6 月の小売売上高は前月比＋0.2%と、6 ヵ月連続でプラスとなった（図表 5-3）。衣類等の売上が増加しており、足元の個人消費は堅調に推移している。

しかしながら、4－6 月期の CPI は前年同期比＋6.1%と、前期（同＋5.1%）から伸びが加速した。燃料価格の高騰や建築コストの上昇などを背景に、当面は高い伸びが見込まれ、個人消費には下押し圧力がかかった状態が続くとみる。もっとも、2023 年以降は世界景気の悪化に伴い、物価上昇圧力が弱まることで個人消費の下押し圧力は緩和することが見込まれる。



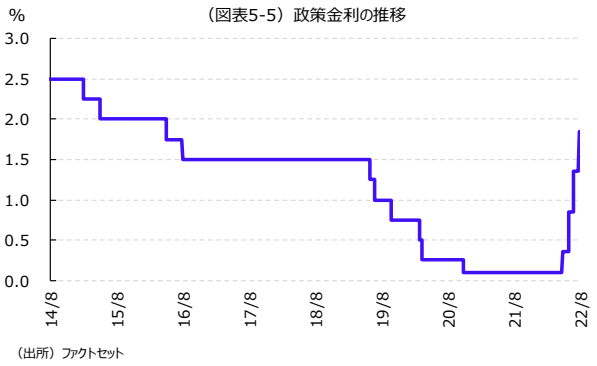


個人消費の先行きを占う雇用環境を見ると、6 月の失業率は 3.5%と、1974 年以来の低水準となったほか、雇用者数も前月比＋8.8 万人と 8 ヵ月連続で増加しており、良好な状態が続いている（図表 5-4）。また、家計が保有する純資産残高は 3 月時点で過去最高の 14,890 億ドルに達している。家計のバランスシートが健全なことも個人消費を下支えしよう。

今後の個人消費は、雇用環境の改善や健全な家計のバランスシートが下支え役となるほか、2023 年以降は物価上昇が徐々に収まると見込まれることから、緩やかな回復基調で推移すると予想する。

RBA は追加利上げを実施すると予想

RBA（豪州準備銀行）は 8 月 2 日開催の金融政策委員会で、政策金利を 1.35%から 1.85%に引き上げた。利上げは 4 会合連続となった（図表 5-5）。声明文では、「将来の利上げの幅とタイミングは、今後のインフレ率と労働市場の見通しに対する委員会の評価に従って決めることになる」としたうえで、「今後数ヵ月にわたって、金融政策の正常化プロセスをさらに進めていく」とし、年内に追加の利上げを行なう方針を示した。また、インフレ率については「2022 年後半にピークを迎えたのち、2023 年に 4%、2024 年に目標の 3%付近まで低下するのが中心シナリオである」との考えを示した。RBA は、2023 年までは目標を上回る物価上昇が続くとみていることから、当研究所では 2022 年に 3.00%、2023 年に 3.50%まで政策金利が引き上げられると予想する。



見通し期間中の豪州景気は、輸出と個人消費が下支え役となり、回復トレンドを維持すると見込む。2022 年の実質 GDP 成長率は前年比＋3.0%、2023 年は同＋2.0%と予想する。（担当：木村）

６．原油相場見通し

原油価格の上昇トレンドは一服

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、FRB の利上げペースが一段と加速し、米国景気の持続性に対する不透明感が高まったことなどから、6 月以降、上昇トレンドが一服し、足元では 90 ドル／バレル近辺で推移している（図表 6-1）。

（図表6-1）WTI原油先物価格の推移

（出所）ファクトセット

需要面を見ると、ロシア・ウクライナ問題の長期化に伴い、今後、ロシア産天然ガスの代替需要が強まる可能性がある。ロシアはタービンの不具合を理由に、ノルド・ストリーム 1 経由での欧州向けガス供給量を輸送能力の約 20%まで削減している。欧米諸国による経済制裁への報復として、ロシアが供給をさらに絞るリスクが燻り続けることで、天然ガスの供給不安が原油需要を押し上げると予想する。

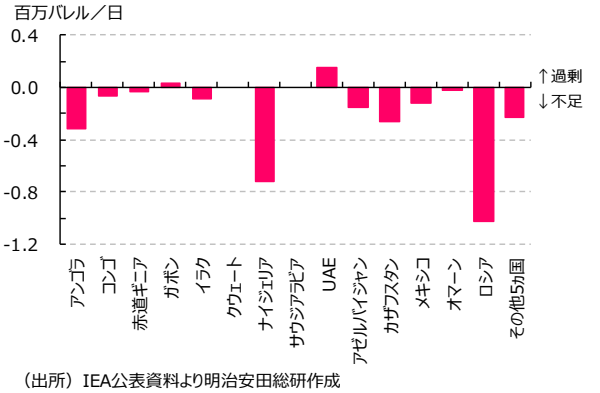
一方、世界的な物価上昇に伴い、主要国の中央銀行は金融引き締めに動いている。世界一の原油消費国である米国では、物価高がしばらく続くことに加え、FRB の利上げや QT による景気抑制効果が現れることで、2022 年後半以降、マイルドな景気後退局面入りを余儀なくされると予想する。2023 年後半には持ち直すとみるが、当面は原油需要の停滞が見込まれる。

また、米国に次ぐ原油消費国である中国は、上海のロックダウンが解除されたことで、目先は成長率が高まる可能性があるものの、反動増局面が一巡した後は、ゼロコロナポリシーの継続や不動産市場の低迷により、低空飛行が続くと予想する。こうした点を踏まえれば、今後の原油需要は、2022 年秋口から 2023 年前半にかけて低迷すると見込む。2023 年後半には米国景気の持ち直しに伴い、緩やかながらも回復に向かうとみるが、そのペースは緩慢なものにとどまろう。

経済制裁によるロシア産原油供給への影響は限定的

供給面を見ると、米国をはじめとする IEA（国際エネルギー機関）加盟国は、原油価格の安定に向け、2022 年 10 月までの期限付きで石油備蓄の放出を行なっている。また、OPEC プラスは 2020 年 5 月から実施している協調減産に関し、7、8 月の減産縮小幅を当初予定されていた 43.2 万バレル／日から 64.8 万バレル／日へ拡大し、減産を解消した。加えて、サウジアラビアを訪問し、原油増産を求めていた米国のバイデン大統領に配慮する形で、9 月も 10 万バレル／日の増産を決めた。もっとも、OPEC プラスのメンバーによる生産量は、投資不足などの影響もあって、これまで目標を下回る状況が続いている（図表 6-2）。今後、米国の景気後退で需要の伸びが抑制されることも考慮すれば、OPEC プラスにとっては、先々も追加増産を続けるインセンティブは乏しい。今後、OEPC プラスに

（図表6-2）OPECプラスの生産量と目標との差（7月）



（出所）IEA公表資料より明治安田総研作成

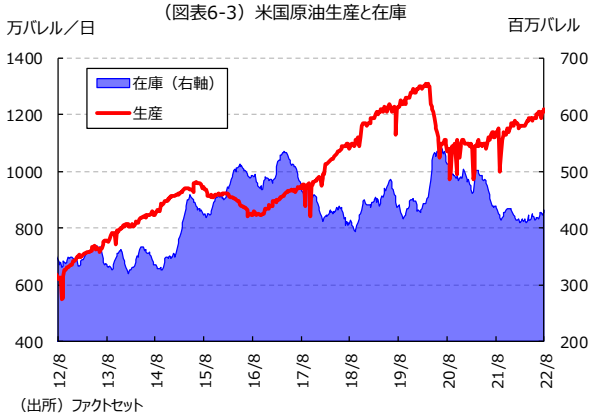
よる原油生産の伸びは鈍化するとみる。

ロシア産原油に関しては、EU が 5 月に禁輸を決めたものの、中国やインドが主要な買い手となっている。IEA によれば、7 月のロシアの原油輸出量は年初と比較して 60 万バレル／日減少したが、当初の想定と比べれば、欧米諸国による経済制裁の影響は限定的なものにとどまっている。今後は、EU が禁輸と同時に発動した、ロシア産原油の運搬船に対する新規保険契約の禁止などにより、海上輸送が難しくなる可能性があるが、ロシアからの輸入のうち、パイプライン経由が約 5 割を占める中国が割安価格で買い続けることが想定される。ロシア産原油の生産、輸出量の減少は小幅にとどまると見込む。

米国の原油生産は均せば持ち直しの動きが続く

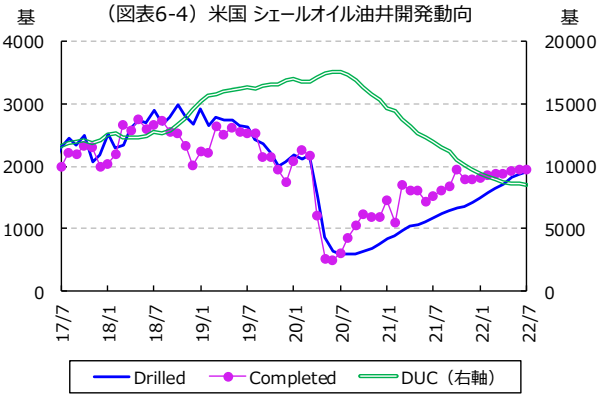
米国の原油生産量は、コロナ前の水準にはまだ届かないものの、増加基調が続いている（図表 6-3）。シェールオイルの開発動向を見ると、「掘削済み・未仕上げ坑井在庫（DUC）」の取り崩しは進んでいるが、少しずつペースは緩やかになってきている（図表 6-4）。シェールオイル生産企業は、増産のために新規投資よりもコストがかからない DUC の取り崩しをこれまで優先してきたが、足元では「掘削段階に当たるリグ稼働数（Drilled）」の増加ペースが上向いてきている。人手不足の問題や、サプライチェーンの混乱に伴う資材調達の遅れはいまだに続いているにもかかわらず、企業の増産意欲は高い。カンザスシティ連銀の調査によれば、シェールオイル生産企業の採算ライン（WTI）は 2022 年 4－6 月期時点で 65 ドル／バレルであり、足元の原油価格が同水準を上回っていることも好材料である。今後の米国の原油生産は、同国の景気失速もあって停滞する場面が見られるものの、供給制約の問題が徐々に解消することなどから、均せば持ち直しの動きが続くと予想する。

（図表6-3）米国原油生産と在庫



（出所）ファクトセット

（図表6-4）米国 シェールオイル油井開発動向



（出所）ファクトセット

原油価格は低下傾向で推移

今後の原油需要は、ロシア産天然ガスの供給不安に伴う代替需要が強まる可能性があるものの、米国や中国の景気見通しを踏まえれば、2023 年前半にかけて低迷したあと、2023 年後半に緩やかな回復軌道に復すると見込まれる。供給面では、OEPC プラスの原油増産ペースは鈍化するものの、ロシア産原油の過度な供給不安が後退しつつあるほか、米国の原油生産は均せば回復基調で推移すると予想される。

見通し期間の原油価格は、需要の停滞もあって 2022 年末に向けて 80 ドル／バレル前後まで低下すると予想する。その後、70 ドル台前半まで低下する局面も想定されるが、2023 年後半に米国景気の持ち直しが見込まれることから、2023 年は 70－95 ドル／バレルのボックス圏での動きが中心になるとみる。

（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