明治安田総合研究所

2022 年 11 月 18 日

２０２２－２０２４年度経済見通しについて

～　インフレと金融引き締めに苦しむ世界経済　～

株式会社明治安田総合研究所（社長　神田 智尚）は、２０２２年７－９月期のＧＤＰ速報値の発表を踏まえ、２０２２－２０２４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　１．７％　２０２３年度　０．８％　２０２４年度　１．３％

名目ＧＤＰ成長率：　２０２２年度　１．６％　２０２３年度　２．２％　２０２４年度　２．２％

２．要点

①2023 年前半にかけての日本経済は、一段の減速が避けられないとみる。当面は、物価高が引き続き個人消費の足枷になる。企業がコストプッシュ的な価格転嫁を余儀なくされている限り、賃上げを伴う「前向きな物価上昇」は生まれにくい。海外経済の不透明感の高まりも景気の下振れリスクとなる。政府の経済対策や、インバウンド需要の回復が一定の下支え要因となるものの、2023 年前半に景気が山をつける可能性が高まっている。

②米国では、高水準のインフレ率が続いているのに加え、これまでの累積的な利上げの影響もあって、経済にさらなる下押し圧力がかかると予想される。中国も、「共同富裕」を重視した経済政策のかじ取りのもと、順調な回復は期待しにくい。欧州も高インフレ下で利上げ持続を余儀なくされている。もっとも、米国にはすでに利下げのための「のりしろ」が蓄積されており、たとえ景気後退局面に陥ったとしても、長期化は避けられる可能性が高い。2024 年は再び世界的な景気回復基調に戻る展開が期待できる。

③来年 4 月には黒田東彦日銀総裁が任期切れを迎えるが、それまでに米国の利上げサイクルの一巡が見えているようであれば、新総裁が交代早々に金融政策の枠組み修正に動くのは難しくなる。「出口」に向けた動きが本格化するのは 2024 年以降になろう。

＜主要計数表＞

	２０２１年度	２０２２年度		２０２３年度		２０２４年度
	実績		前回		前回	
実質成長率	２．３％	１．７％	１．３％	０．８％	０．９％	１．３％
成長率寄与度						
・内需	１．５％	２．３％	１．７％	１．５％	１．３％	１．３％
・外需	０．８％	▲０．６％	▲０．５％	▲０．７％	▲０．４％	０．１％
名目成長率	１．３％	１．６％	１．４％	２．２％	１．７％	２．２％

※前回は２０２２年８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	エコノミスト　　木村　彩月	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）

	2021年度	2022年度	2023年度	2024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
実質GDP	2.3%	1.7%	0.8%	1.3%	1.0%	0.1%	1.1%	▲ 0.3%	0.7%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	0.3%	0.4%	0.6%
前期比年率	2.3%	1.7%	0.8%	1.3%	4.1%	0.2%	4.6%	▲ 1.2%	2.9%	▲ 0.2%	▲ 0.3%	1.2%	1.6%	2.6%
前年同期比	2.3%	1.7%	0.8%	1.3%	0.5%	0.6%	1.7%	1.8%	1.6%	1.5%	0.3%	0.9%	0.6%	1.3%
民間最終消費支出	2.6%	3.1%	1.5%	1.1%	2.5%	0.3%	1.2%	0.3%	0.6%	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
民間住宅投資	▲ 1.7%	▲ 4.4%	0.7%	1.0%	▲ 1.4%	▲ 1.3%	▲ 1.9%	▲ 0.4%	▲ 0.3%	0.0%	0.4%	0.3%	0.3%	0.2%
民間設備投資	0.6%	3.7%	2.4%	2.3%	0.3%	▲ 0.1%	2.4%	1.5%	1.0%	0.6%	0.2%	0.5%	0.6%	0.7%
政府最終消費支出	2.0%	1.3%	0.4%	0.5%	▲ 0.3%	0.4%	0.8%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
公的固定資本形成	▲ 7.5%	▲ 2.3%	2.6%	1.9%	▲ 3.7%	▲ 3.0%	1.0%	1.2%	0.4%	0.9%	0.8%	0.4%	0.3%	0.7%
財貨・サービスの輸出	12.4%	4.2%	▲ 1.2%	2.5%	0.6%	1.1%	1.8%	1.9%	0.3%	▲ 1.0%	▲ 1.3%	▲ 0.6%	1.0%	0.8%
財貨・サービスの輸入	7.1%	7.1%	2.3%	2.1%	0.7%	3.6%	0.8%	5.2%	▲ 1.1%	0.6%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
名目GDP	1.3%	1.6%	2.2%	2.2%	0.6%	0.4%	0.8%	▲ 0.5%	1.1%	0.3%	0.3%	0.8%	0.8%	0.8%
GDPデフレーター（前年比）	▲ 1.0%	▲ 0.1%	1.4%	0.9%	▲ 1.2%	▲ 0.5%	▲ 0.4%	▲ 0.5%	0.2%	0.3%	0.9%	1.7%	1.7%	1.4%

（前期比寄与度）

	2021年度	2022年度	2023年度	2024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
実質GDP	2.3%	1.7%	0.8%	1.3%	1.0%	0.1%	1.1%	▲ 0.3%	0.7%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	0.3%	0.4%	0.6%
民間最終消費支出	1.4%	1.7%	0.8%	0.6%	1.3%	0.2%	0.7%	0.1%	0.4%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
民間住宅投資	▲ 0.1%	▲ 0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	▲ 0.1%	0.0%	▲ 0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
民間設備投資	0.1%	0.6%	0.4%	0.4%	0.1%	0.0%	0.4%	0.2%	0.2%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
政府最終消費支出	0.4%	0.3%	0.1%	0.1%	▲ 0.1%	0.1%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
公的固定資本形成	▲ 0.4%	▲ 0.1%	0.1%	0.1%	▲ 0.2%	▲ 0.2%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
民間在庫品増加	0.1%	▲ 0.0%	▲ 0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	▲ 0.2%	▲ 0.1%	▲ 0.2%	0.0%	0.0%	0.1%	▲ 0.1%	0.1%
純輸出	0.8%	▲ 0.6%	▲ 0.7%	0.1%	0.0%	▲ 0.5%	0.2%	▲ 0.7%	0.3%	▲ 0.3%	▲ 0.3%	▲ 0.2%	0.1%	0.1%
財貨・サービスの輸出	2.0%	0.8%	▲ 0.2%	0.5%	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%	0.1%	▲ 0.2%	▲ 0.3%	▲ 0.1%	0.2%	0.2%
財貨・サービスの輸入	▲ 1.2%	▲ 1.4%	▲ 0.5%	▲ 0.4%	▲ 0.1%	▲ 0.7%	▲ 0.2%	▲ 1.0%	0.2%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%

（兆円、2015年暦年連鎖価格）

	2021年度	2022年度	2023年度	2024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
実質GDP	536.8	545.9	550.0	557.3	538.9	539.2	545.3	543.6	547.5	547.2	546.7	548.4	550.6	554.2
民間最終消費支出	290.4	299.2	303.6	307.0	293.0	293.9	297.5	298.3	300.3	300.8	301.6	302.9	304.3	305.6
民間住宅投資	18.5	17.7	17.8	18.0	18.3	18.1	17.8	17.7	17.6	17.6	17.7	17.8	17.8	17.9
民間設備投資	83.6	86.8	88.8	90.9	83.4	83.3	85.3	86.6	87.4	87.9	88.1	88.5	89.0	89.7
政府最終消費支出	116.0	117.5	118.0	118.7	116.0	116.5	117.5	117.5	117.6	117.7	117.8	117.9	118.1	118.3
公的固定資本形成	27.3	26.7	27.4	27.9	26.9	26.1	26.3	26.7	26.8	27.0	27.2	27.3	27.4	27.6
民間在庫品増加	0.9	0.8	0.7	1.0	0.3	3.0	1.8	1.4	0.1	0.1	0.2	1.0	0.5	1.3
純輸出	0.5	▲ 2.6	▲ 6.4	▲ 6.1	1.3	▲ 1.2	▲ 0.2	▲ 3.8	▲ 2.3	▲ 4.0	▲ 5.8	▲ 7.0	▲ 6.5	▲ 6.1
財貨・サービスの輸出	103.8	108.1	106.9	109.5	103.7	104.9	106.7	108.8	109.1	108.0	106.6	105.9	107.0	107.9
財貨・サービスの輸入	103.3	110.7	113.2	115.6	102.4	106.1	107.0	112.5	111.3	111.9	112.4	113.0	113.5	114.0

2. 主要指標予測

	2021年度	2022年度	2023年度	2024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)	5.8%	1.4%	▲ 0.1%	1.8%	0.9%	▲ 0.6%	▲ 3.7%	4.2%	3.9%	1.6%	3.3%	▲ 2.2%	▲ 1.8%	0.4%
消費者物価指数(除く生鮮食品、前年比)	0.1%	2.8%	1.4%	0.7%	0.4%	0.6%	2.1%	2.7%	3.7%	2.5%	2.0%	1.6%	1.1%	1.0%
貿易収支(季調値、兆円)	▲ 5.3	▲ 19.7	▲ 13.0	▲ 7.2	▲ 1.3	▲ 2.9	▲ 5.4	▲ 6.5	▲ 4.2	▲ 3.6	▲ 3.5	▲ 3.3	▲ 3.2	▲ 3.0
経常収支(季調値、兆円)	20.2	5.7	7.3	13.0	4.7	4.2	3.2	0.8	0.8	0.9	1.4	1.7	1.9	2.2
完全失業率(季調値:平均)	2.8%	2.6%	2.7%	2.6%	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、※)	77	93	82	85	75	101	108	80	90	85	85	75	73	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

		2021年	2022年	2023年	2024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)	5.9%	1.9%	0.2%	1.7%	7.0%	▲ 1.6%	▲ 0.6%	2.6%	0.5%	0.2%	▲ 1.0%	▲ 0.8%	0.8%
	個人消費支出	8.3%	2.6%	▲ 0.0%	1.9%	3.1%	1.3%	2.0%	1.4%	0.9%	▲ 0.7%	▲ 1.3%	▲ 0.5%	0.2%
	住宅投資	10.7%	▲ 9.4%	▲ 8.4%	8.0%	▲ 1.1%	▲ 3.1%	▲ 17.8%	▲ 26.4%	▲ 8.0%	▲ 5.0%	▲ 5.0%	0.0%	5.0%
	設備投資	6.4%	3.4%	▲ 0.6%	3.3%	1.1%	7.9%	0.1%	3.7%	2.0%	▲ 1.0%	▲ 5.0%	▲ 3.0%	3.0%
	在庫(寄与度)	0.6%	0.7%	▲ 0.5%	0.0%	5.0%	0.2%	▲ 1.9%	▲ 0.7%	▲ 0.7%	▲ 1.0%	0.2%	0.2%	0.1%
	純輸出(寄与度)	▲ 1.7%	▲ 0.5%	1.5%	▲ 0.1%	▲ 0.2%	▲ 3.1%	1.2%	2.8%	2.9%	1.9%	0.4%	▲ 0.4%	▲ 0.2%
	輸出	6.1%	8.1%	5.5%	5.4%	23.5%	▲ 4.6%	13.8%	14.4%	12.0%	4.0%	▲ 4.0%	2.0%	5.0%
	輸入	14.1%	8.0%	▲ 4.1%	4.7%	18.6%	18.4%	2.2%	▲ 6.9%	▲ 7.0%	▲ 7.0%	▲ 5.0%	3.7%	4.8%
	政府支出	0.6%	▲ 0.9%	0.8%	0.9%	▲ 1.0%	▲ 2.3%	▲ 1.6%	2.4%	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%
	失業率(※)	5.4%	3.8%	4.5%	4.5%	3.9%	3.6%	3.6%	3.5%	4.0%	4.3%	4.5%	4.7%	4.4%
	CPI(総合、※)	4.7%	8.3%	4.5%	2.5%	7.0%	8.5%	9.1%	8.2%	7.2%	5.8%	5.0%	4.0%	3.4%
	政策金利(誘導目標上限、期末値)	0.25%	4.50%	4.75%	2.75%	0.25%	0.50%	1.75%	3.25%	4.50%	5.25%	5.25%	5.25%	4.75%
ユーロ圏	実質GDP成長率(前期比)	5.3%	3.3%	0.1%	1.4%	0.5%	0.6%	0.8%	0.2%	▲ 0.3%	▲ 0.4%	0.1%	0.3%	0.4%
	家計消費	3.8%	3.9%	0.2%	1.4%	▲ 0.2%	▲ 0.1%	1.0%	0.5%	▲ 0.3%	▲ 0.5%	0.2%	0.3%	0.4%
	政府消費	4.3%	1.8%	0.7%	0.4%	0.7%	0.2%	0.6%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
	固定投資	3.6%	2.8%	0.9%	1.4%	3.4%	▲ 0.8%	0.7%	0.6%	0.4%	0.2%	▲ 0.2%	▲ 0.1%	0.4%
	純輸出(寄与度)	1.3%	▲ 0.2%	▲ 1.6%	▲ 0.2%	▲ 0.8%	0.8%	0.1%	▲ 0.7%	▲ 0.4%	▲ 0.4%	▲ 0.5%	▲ 0.3%	0.0%
	輸出	10.5%	7.0%	1.0%	1.7%	2.6%	1.5%	1.7%	0.9%	0.4%	0.2%	▲ 0.5%	▲ 0.2%	0.4%
	輸入	8.3%	8.1%	4.3%	2.2%	4.7%	▲ 0.2%	1.6%	2.5%	1.3%	1.0%	0.5%	0.4%	0.4%
	失業率(※)	7.7%	6.7%	6.9%	6.9%	7.0%	6.8%	6.7%	6.6%	6.7%	6.8%	7.0%	7.1%	7.0%
	CPI(総合、※)	2.6%	8.6%	6.6%	2.4%	5.0%	7.4%	8.6%	9.9%	10.7%	8.7%	7.0%	4.8%	3.4%
	政策金利(期末値)	▲0.50%	2.00%	2.25%	1.25%	▲0.50%	▲0.50%	▲0.50%	0.75%	2.00%	2.75%	2.75%	2.75%	2.25%
英国	実質GDP成長率(前期比)	7.5%	4.3%	▲ 0.9%	1.4%	1.6%	0.7%	0.2%	▲ 0.2%	▲ 0.5%	▲ 0.3%	▲ 0.3%	0.2%	0.3%

※暦年は平均値、四半期は期末値を記載

１．日本経済見通し

＜要　　約＞

7－9 月期の日本の実質 GDP 成長率は前期比▲0.3%（年率換算：▲1.2%）と、4 四半期ぶりのマイナスとなった。足元の日本経済は勢いを失いつつある。

当面は、物価高が引き続き個人消費の足枷になる。企業がコストプッシュ的な価格転嫁を余儀なくされている限り、賃上げを伴う「前向きな物価上昇」は生まれにくい。また、足元の業況如何にかかわらず、潜在成長率が低迷し、中長期的な成長期待が盛り上がらないなかでは、固定費の上昇につながるベアには踏み切りにくいという事情もある。

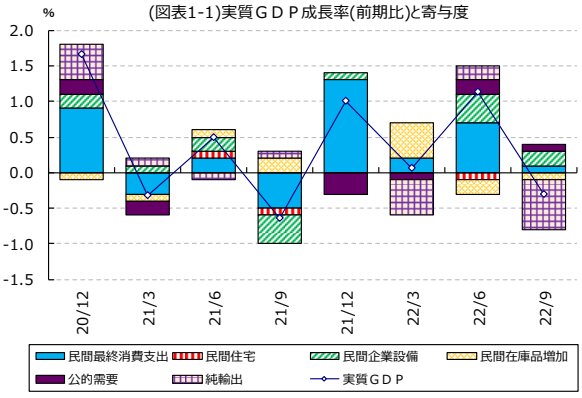
設備投資は、円安進行に伴う企業収益の改善や、底堅いデジタル・脱炭素関連投資が下支えになるが、短期的には輸出に連動する性格が強く、海外景気の不透明感が高まるなか、先行きは楽観できない。低迷が続く中国経済に加え、米国経済も失速に向かえば、輸出も腰折れの可能性が高まる。水際対策の緩和に伴うインバウンド需要の回復や、政府の経済対策が下支えになるものの、米中経済の低迷が続くなかでは、日本経済が回復基調を続けるのは難しい。ただ、2024 年度にかけては、主要国の利下げを背景に再び世界的に景気は上向くとみる。

来年 4 月には黒田東彦日銀総裁が任期切れを迎えるが、それまでに米国の利上げサイクルの一巡が見えているようであれば、正常化に舵を切るのは難しくなる。2024 年にずれ込む可能性が高まってきた。

7－9 月期 GDP は予想外のマイナス

7－9 月期の日本の実質 GDP 成長率は前期比▲0.3%（年率換算：▲1.2%）と、4 四半期ぶりのマイナスとなった（図表 1-1）。事前の市場予想（前期比＋0.3%、年率換算＋1.2%、当研究所予想は同＋0.2%、＋1.0%）を下回った。ただ、輸入が前期比＋5.2%と大きく伸びた影響が大きく、これだけで▲1.0%のマイナス寄与となっている。内需は前期比＋0.4%、輸出は同＋1.9%、総需要は同＋0.6%で、需要サイドの動きは底堅い。

(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」

輸入の高い伸びは、内閣府によれば、広告サービス、石油・石炭製品、貨物輸送等が増加に寄与したとしている。上海ロックダウン終了後の反動増という側面もあろう。1－3 月期の輸入が同＋3.6%だったのに対し、4－6 月期は同＋0.8%と大きく鈍化していた。実質ベースで輸出入の内訳を追うのは難しいが、財務省の貿易統計では、7－9 月期の輸入金額（名目値）は前年比＋47.6%の高い伸びとなっていた。鉱物性燃料が同＋121.2%と 2 倍以上の伸びになったことが大きく、他の品目も円換算額が膨らんだことで軒並み伸びている。価格要因と数量要因を峻別するのは難しいが、半導体等電子部品が同＋44.7%と高い伸びとなっているあたりからは、海外からの部品供給が徐々に改善しつつあることを反映している可能性もうかがえる。

内需は前期比＋0.4%とプラスの伸びを確保したが、プラス幅は 4－6 月期の同＋1.0%から縮小した。民間最終消費支出が鈍化した影響が大きく、同＋0.3%（寄与度：＋0.1%）と、4－6 月期の同＋1.2%から伸び幅が大きく縮小した。物価高が下押し要因になったとみられるものの、感染拡大下でも行動制限措置が課されなかったことは、対面サービス産業等を中心に一定の下支えになったとみられる。

民間住宅は、住宅価格や建築費、資材価格の上昇の影響などから、前期比▲0.4%（寄与度：▲0.0%）と、5 四半期連続のマイナスとなった。民間企業設備は、円安進行に伴う企業収益の改善や、底堅い 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）関連の需要に支えられ、同＋1.5%（同＋0.2%）と、2 四半期連続のプラスとなった。民間在庫変動（寄与度：▲0.1%）は、積み上がり幅が 1.76 兆円から 1.38 兆円に小幅縮小した結果としてのマイナス寄与である。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、前期比＋1.2%（寄与度：＋0.1%）と 2 四半期連続のプラスとなった。政府最終消費支出は、ワクチン接種の一巡などから同＋0.0%（同＋0.0%）と、横ばいにとどまった。輸出は、半導体不足の影響が緩和し、自動車輸出が持ち直したことや、上海ロックダウン終了に伴う中国向けの回復などから、同＋1.9%（同＋0.4%）と堅調な伸びとなった。

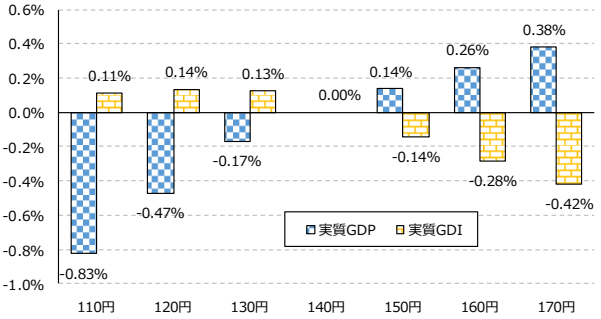
先行きに関しては、物価高が引き続き個人消費の足枷になることが懸念される。10 月以降も、すでに多くの食品メーカーが値上げを実施済み、あるいは予定しており、消費者物価は年末にかけてさらに上昇幅を拡大させていく可能性が高い。また、海外経済の不透明感の高まりも景気の下振れリスクとなる。米国では、高水準のインフレ率が続いているのに加え、これまでの累積的な利上げの効果もあって、実体経済にさらなる下押し圧力がかかる展開が予想される。また、中国では、3 期目を迎えた習政権で、コロナ感染拡大に伴う行動規制が継続されるほか、「共同富裕」のスローガンのもと、不動産や IT 企業への締め付けが続くと考えられることから、景気は低空飛行が続くとみられる。水際対策の緩和に伴うインバウンド需要の回復などが下支え要因となるものの、米中 2 大経済大国の低迷が続くようなら、日本経済は来年前半に景気の山をつける可能性が否定できない。景気後退の長さと深さは後述する米国経済の動向に依存するが、すでに利下げのための「のりしろ」が十分蓄積されていることから、後退局面は長引かず、2024 年度は再び景気回復基調に戻ってくると予想する。

円安の影響再考

年初以降の円/米ドル相場は、日米金利差拡大観測を背景に、ほぼ一本調子で円安が進んできた。ただ、日本の財務省の為替介入や、米国の消費者物価指数の伸び鈍化もあって、足元では円高への揺り戻し的な動きもみられている。

円安は、輸出の増加等を通じて景気の押し上げ要因になる一方、輸入物価の上昇が内需にはマイナスに働く。どちらの影響が上回るかが問題となるが、当研究所の試算では、150 円/ﾄﾞﾙ以上の円安でも、実質 GDP には差し引きプラスになるとの結果が得られる。図表 1-2 は、2022 年の年間の為替レートが 140 円/ﾄﾞﾙで推移するパターンをベースラインシナリオとし、為替相場が変動した場合の GDP への影響を試

(図表1-2)為替相場の実質GDP、GDIへの影響

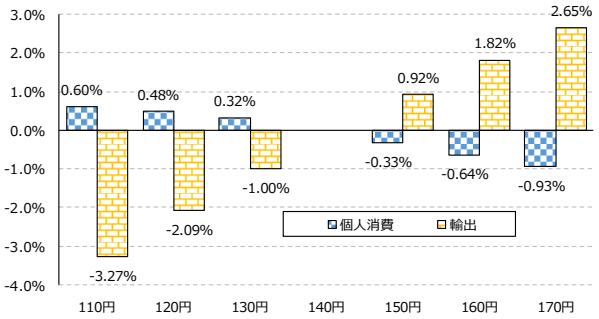


(出所)OEGMより明治安田総研作成

算したものである。年間を通じて 150 円/ﾄﾞﾙが続く場合は、ベースラインシナリオから GDP が＋0.14%押し上げられる。160 円/ﾄﾞﾙの場合は＋0.26%押し上げられる計算になる。

日本経済が元々外需主導であることを考えれば、これは大きな違和感を覚える結果ではない。過去 20 年間の日本の総需要の伸びへの寄与率を見ると、実に 66%が輸出であった。日本経済新聞社が主要 114 社の 2022 年 4～9 月期の為替影響を調べたところ、約 9 割で円安がプラスに働き、増益効果は約 3 兆円に膨らんだという。足元の 4－9 月期決算発表でも 4 社に 1 社が最高益を更新、2023 年 3 月までの通年の業績見通しを上方修正する企業が相次いでいる。

(図表1-3)為替相場の個人消費・輸出への影響

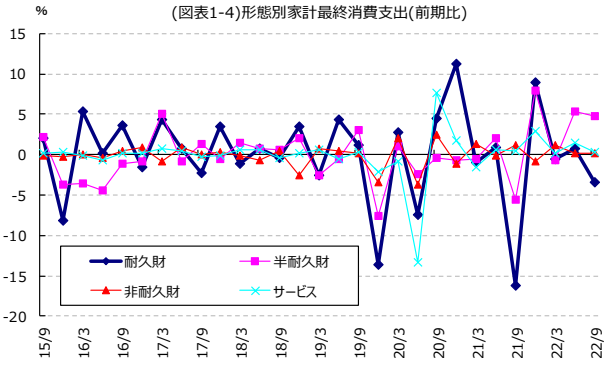


(出所)OEGMより明治安田総研作成

一方、円安は内需の柱である個人消費に打撃を与える。150 円/ﾄﾞﾙの場合、個人消費はベースラインシナリオから▲0.33%押し下げられる。160 円/ﾄﾞﾙの場合は▲0.64%押し下げられる（図表 1-3）。加えて、円安は交易条件（輸出物価/輸入物価）の悪化を通じ、所得面から見た概念である GDI（国内総所得）も押し下げる（前掲図表 1-2）。これは、輸入物価が輸出物価よりも大きく上昇することで（交易条件が悪化）、一単位の輸出「量」で購入できる輸入「量」が減る結果、実質的な購買力が弱まり、マクロベースの実質所得が低下することを意味する。国民の豊かさの実感により近いのは GDP よりも、所得面の概念である GDI であろう。とりわけ、損失を被るのが家計ということになれば、政府としては看過できない問題になる。

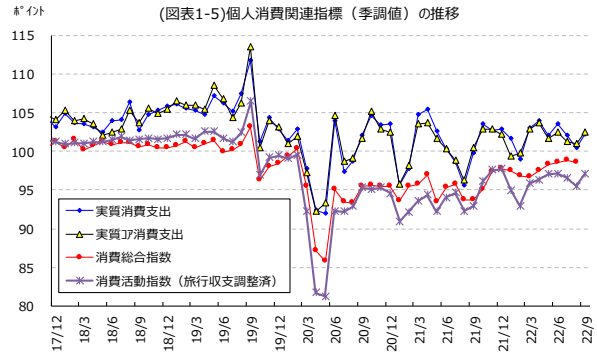
また、為替相場の動きは水準とともにそのスピードも重要となる。今年に入ってからの円安の動きは明らかに速すぎ、企業の年次計画が混乱をきたすもとになった。来年度は逆に急速な円高が日本経済のリスクになる可能性も否定できず、為替相場の動向には引き続き注視が必要である。

(図表1-4)形態別家計最終消費支出(前期比)



(出所)内閣府「四半期別GDP速報」

(図表1-5)個人消費関連指標（季調値）の推移



（出所）総務省「家計調査」、日銀「消費活動指数」、内閣府「消費総合指数」

足元の個人消費は底堅い

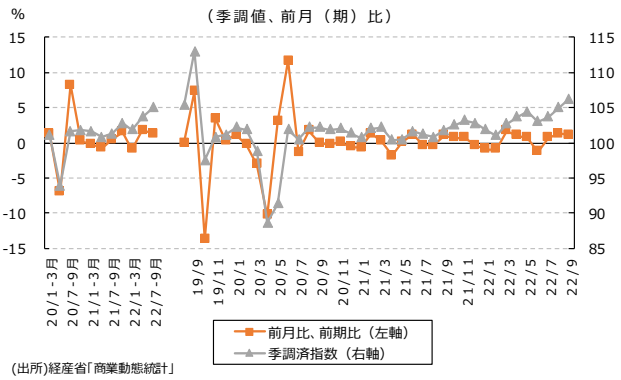
7－9 月期の形態別国内家計最終消費支出を見ると（図表 1-4）、耐久財が前期比▲3.5%（GDP への寄与度：▲0.1%）、半耐久財が同＋4.7%（同＋0.1%）、非耐久財が同＋0.1%（同＋0.0%）、サービスが同＋0.3%（同＋0.1%）となった。耐久財は家電製品等の在庫不足の影響が残っている可能性が、半耐久財は、気温上昇に伴う夏物衣料の好調を反映している可能性がある。

月次で発表される主要個人消費統計からは、足元の個人消費が底堅く推移している様子がうかがえる。総務省の家計調査における、9 月の季節調整済実質消費支出（二人以上の世帯）は前月比＋1.8%と、3 ヵ月ぶ

りのプラスとなった（図表 1-5）。均せばまだ一進一退といった状況だが、9 月の小売業販売額（季調値）も前月比＋1.5%と、3 ヵ月連続のプラスで、回復基調がより鮮明である（図表 1-6）。発表元の経産省は、基調判断を「持ち直している小売業販売」へと 4 ヵ月ぶりに上方修正している。半導体不足による供給不足が和らぎつつある自動車小売業（8 月：前月比▲6.1%→9 月：同＋11.0%）などが牽引役になっている。

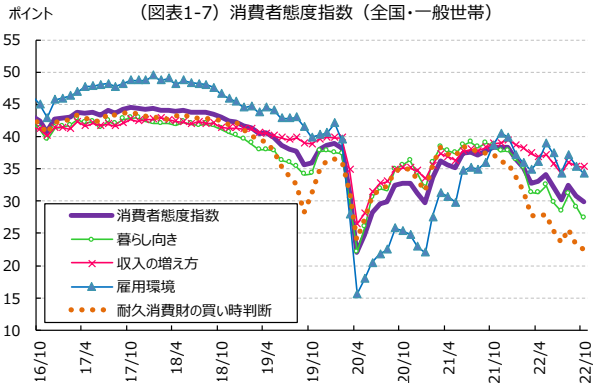
日本百貨店協会が公表した 9 月の百貨店売上は、前年比＋20.2%と、7 ヵ月連続のプラスとなった。同協会は、「台風による時短営業や臨時休業も見られたが、前年の緊急事態宣言等による営業制限の反動に加え、増勢を維持する高額品、秋冬商材が活発に動いた衣料品・服飾雑貨等が牽引した。外商催事や会員向け企画、物産展など各種イベントも好評で、集客と売上に寄与した」と、新型コロナ感染症の行動規制緩和による売上の反動増や、イベント開催などが集客や売上の拡大につながったと整理している。

（図表1-6）小売販売額の推移
（季調値、前月（期）比）



(出所)経産省「商業動態統計」

（図表1-7）消費者態度指数（全国・一般世帯）



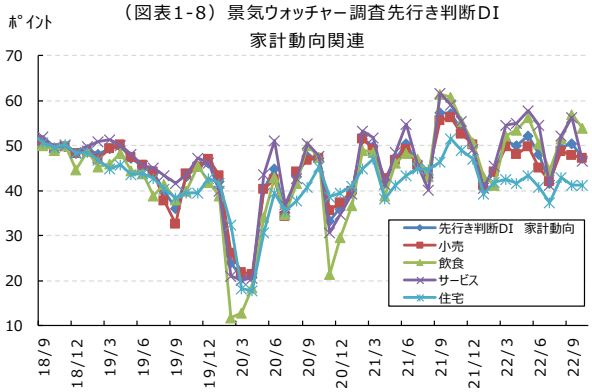
（出所）内閣府「消費動向調査」

マインド指標は悪化傾向

ただ、身の回り品の価格上昇がじわじわと家計を蝕みつつあることから、先行きは予断を許さない。10 月の消費者態度指数は 29.9 ポイントと、2 ヵ月連続で低下、2021 年 1 月以来の 30 ポイント割れとなった（図表 1-7）。特に、「暮らし向き」と「耐久消費財の買い時判断」が大きく低下している。

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、10 月の家計動向関連の先行き判断 DI は 47.2 と、前月比で▲3.3%ポイント低下している（図表 1-8）。ウォッチャーのコメントを見ると、「過去に例のない円安のほか、半導体不足による家電や設備機器の在庫不足に加え、各商品の値上げが大きく影響し、耐久消費財の買い控えがしばらく続く（近畿＝家電量販店）」、「光熱費等やその他食品、ガソリン等、全てが値上げされ、家計がひっ迫しているので、余計な物は買わなくなる（北関東＝一般小売店［青果］）」等、円安や供給制約、物価高を懸念する声が多く上がっている。

（図表1-8）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」

物価高が大きなリスクに

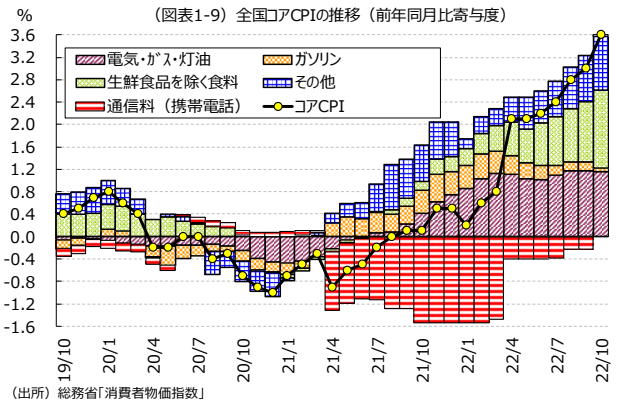
物価高は当面続く見通しである。10 月の全国消費者物価指数（生鮮食品を除く総合指数、以下コア CPI）は前年比＋3.6%と、前月から＋0.6%ポイントプラス幅が大きく拡大した（図表 1-9）。

生鮮食品及びエネルギーを除く総合指数（コアコア CPI）は同＋2.5%と、こちらも前月から＋0.7%ポイントプラス幅が拡大した。コア指数の内訳を見ると、生鮮食品を除く食料が＋1.39%ポイントと、9 月の＋1.07%ポイントから一段とプラス寄与幅を拡大させた。エネルギー価格の寄与度は＋1.23%ポイントで、こちらの寄与度は 9 月から▲0.11%ポイント縮小したが、両者でコア CPI の伸びの 7 割程度を説明できる。電気代は、これまでの燃料費上昇がラグを伴って反映される形で上昇基調が続いている（図表 1-10）。「燃料費調整制度」の上限が適用されない料金プランでの値上げを進める電力会社も増えており、当面は上昇基調が続く見通しである。

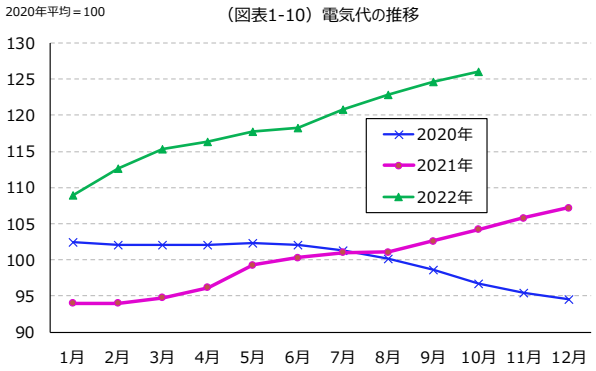
足元の原油価格はやや落ち着きを取り戻しており、このままであれば 2023 年度以降、電気料金の上昇も一巡が期待できるが、原油価格の動向はまだ予断を許さない。OPEC プラスは 10 月に日量 200 万バレルの協調減産を発表したばかりである。価格への効果が不十分と見れば、さらに減産幅を拡大する可能性は残る。ウクライナ紛争も終結の見込みが立っていないどころか、緊張度はむしろ高まっており、少なくともエネルギー価格が大きく下落する可能性は低そうである。

もし、原油価格が落ち着いた状態が続いたとしても、円安の影響は当面残る。昨年は円ベースの輸入物価と契約通貨ベースの輸入物価がほぼ同じペースで上昇していたが、今年に入ってからは、前者の上昇幅が後者を凌駕している（図表 1-11）。これは、足元の物価上昇が、エネルギーの問題から円安の問題にシフトしつつあることを意味する。

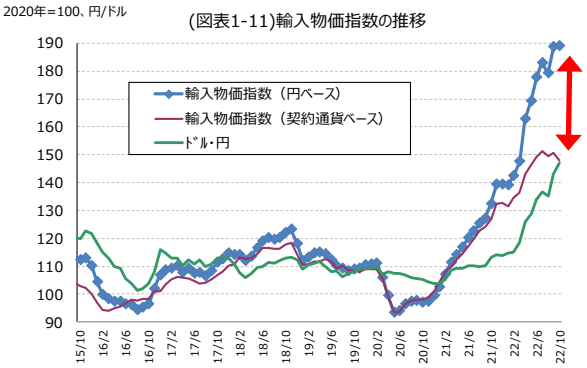
企業は、生産コストが上昇しても、最初は企業努力で吸収を試みる。そのため、小売価格に反映されるまでには 3～6 ヵ月の時差が生じる。10 月の企業物価指数が前年比＋9.1%と、なお高い伸びを続けていることを踏まえても（図表 1-12）、企業がコスト上昇分を価格転嫁する流れは続きそうである。向こう半年程度は、食品を中心とした身の回り品の価格上昇が続く可能性が高い。



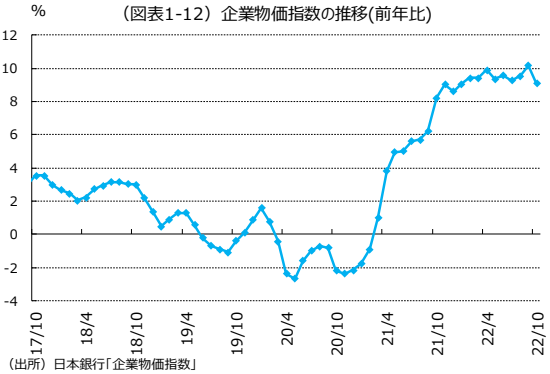
（出所）総務省「消費者物価指数」



（出所）総務省「消費者物価指数」



（出所）日本銀行「企業物価指数」

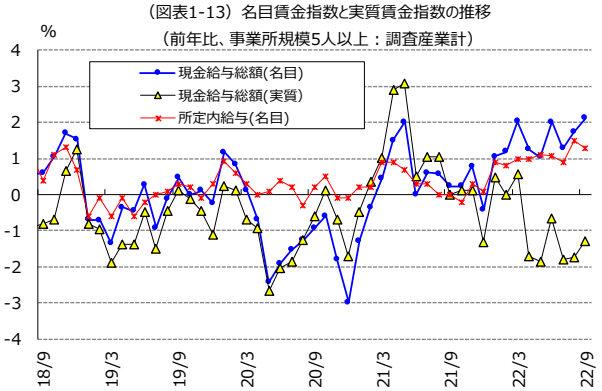


（出所）日本銀行「企業物価指数」

これがいずれ賃上げに結び付けば、日本経済の流れが悪循環から好循環へと転じる目も出てくるが、簡単にはいかないだろう。来年の春闘で、連合は5%の賃上げを目標に掲げており、賃上げ加速への期待が集まっている。ただ、企業がコストプッシュ的な価格転嫁を余儀なくされている限り、賃上げを伴う「前向きな物価上昇」は生まれにくい。また、足元の業況如何にかかわらず、潜在成長率が低迷し、中長期的な成長期待が盛り上がらないなかでは、固定費の上昇につながるベアには踏み切りにくいという事情もある。円安で業績が伸びているグローバル企業は、ある程度積極的な賃上げを進めるとみられ、それが責務でもあるが、雇用の約 7 割を有する中小企業、特に地方の内需型の中小企業まではなかなか賃上げの波が広がらないという傾向は、来年度も変わらないのではないか。

2022 年度の春闘におけるベアは 0.63%、定昇を含めた賃上げ率は 2.07%だった。2023 年度は、ベアで 1%、全体で 2%台後半を中心とした攻防になるのではないかとみている。このレベルであれば、実質ベースではマイナスになる可能性も捨てきれず、実質個人消費を押し上げるには力不足と考えられる。足元の名目賃金にはすでに上昇の兆しも見えるが、物価上昇ペースに追い付けないため、実質ベースでは逆に悪化している（図表 1-13）。政府の経済対策は一定の下支えになるものの、来年にかけての個人消費は減速を余儀なくされる可能性が高い。ただ、より中長期的な観点からは、少しでも賃上げ幅が拡大することで、それが交渉のベースラインとなる再来年以降の賃上げの持続性が増すという効果も期待できる。

（図表1-13）名目賃金指数と実質賃金指数の推移
（前年比、事業所規模5人以上：調査産業計）



（出所）厚生労働省「毎月勤労統計」

経済対策が固まる

こうしたなか、政府の新しい経済対策が固まった。財政支出で 39.0 兆円、事業規模で 71.6 兆円という大型対策である（図表 1-14）。財政支出のうち、財政投融資等を除いた一般会計の総額は 29.1 兆円、うち 22.9 兆円は国債増発で賄うという。22.9 兆円のうち、20.4 兆円は赤字国債となる。

対策の中心は物価高騰対策である。家庭の電気料金については、2023 年度春初頭に想定される平均的な引上げ額を実質的に肩代わりする額を支援する。低圧電力契約の家庭に対しては 1kWh あたり 7 円で、現行の電気料金の 2 割程度に相当する。家庭の都市ガス料金に関しては、1 ㎥あたり 30 円の支援で、これもほぼ負担の

（図表1-14）「物価高克服・経済再生実現のための総合経済対策」の概要

	財政支出	事業規模
Ⅰ．物価高騰・賃上げへの取組 ・エネルギー・食料品等の価格高騰により厳しい状況にある生活者・事業者への支援（電力、ガス、ガソリンの価格高騰対策等） ・エネルギー・食料品等の危機に強い経済構造への転換 ・継続的な賃上げの促進・中小企業支援	**12.2兆円**	**37.5兆円**
Ⅱ.円安を活かした地域の「稼ぐ力」の回復・強化 ・コロナ禍からの需要回復、地域活性化（観光立国等） ・円安を活かした経済構造の強靭化（輸出拡大、国内投資回帰、対内直接投資等）	**4.8兆円**	**8.9兆円**
Ⅲ.「新しい資本主義」の加速 ・「人への投資」の抜本強化と成長分野への労働移動：構造的賃上げに向けた一体改革 ・成長分野における大胆な投資の促進（科学技術・イノベーション、スタートアップ、ＧＸ・ＤＸ） ・包摂社会の実現（少子化、若者、女性、孤独・孤立、就職氷河期世代等）	**6.7兆円**	**9.8兆円**
Ⅳ.国民の安全・安心の確保 ・ウィズコロナ下での感染症対応の強化 ・防災・減災、国土強靭化の推進 ・自然災害からの復旧・復興の加速 ・外交・安全保障環境の変化への対応 ・国民の安全・安心の確保	**10.6兆円**	**10.7兆円**
Ⅴ.今後への備え ・「新型コロナウイルス感染症及び原油価格・物価高騰対策予備費」の増額 ・「ウクライナ情勢経済緊急対応予備費」（仮称）の創設	**4.7兆円**	**4.7兆円**
合計	**39.0兆円**	**71.6兆円**

（出所）内閣府資料より明治安田総研作成

増加に対応する額となる。ガソリン補助金も継続する。なお、電気料金については来年 9 月、ガソリンについては 6 月以降、補助が縮減される。ここまでの財政支出の規模は約 6 兆円、平均的な家庭で来年度前半にかけて総額 4 万 5 千円の支援となる(図表 1-15)。足元の 3%の物価上昇をすべて家庭の負担増とみなした場合、半年で 1 世帯当たり約 9 万 4 千円の負担増となる計算で、その半分程度をカバーする規模である。

(図表1-15)家計に対する物価高騰対策

- **電力料金の激変緩和事業**……家庭に対しては、23年度春初頭にも想定される電気料金の上昇による平均的な引上げ額を実質的に肩代わりする額を支援
- **都市ガス料金の激変緩和事業**……料金の上昇による負担の増加に対応する額を支援
- **燃料油価格の高騰の激変緩和事業**……23年1月以降も補助上限を緩やかに調整しつつ実施
- 食品ロス削減、フードバンク・こども宅食に対する支援

↓

電気料金、都市ガス料金、燃料油価格の高騰の激変緩和措置により、来年１月以降、来年度前半にかけて標準的な世帯においては総額**４万５千円**の負担軽減

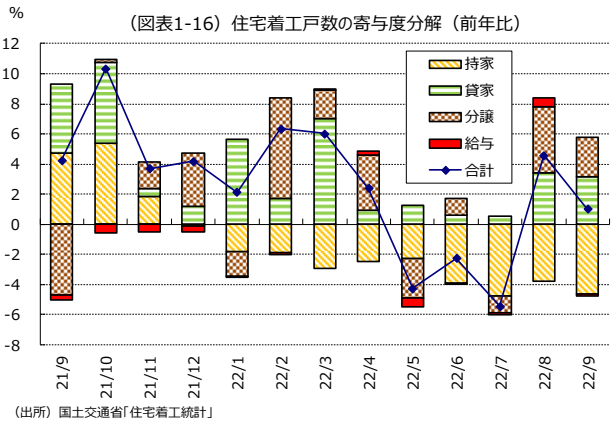
（出所）内閣府資料より明治安田総研作成

政府の試算によると、今回の対策が実質 GDP を＋4.6%押し上げ、消費者物価を▲1.2%押し下げるという。前者については中長期的な効果も加味したうえでの数字と考えられ、過大と言い切ることはできないにしても、不確実性が極めて高い試算なのは確かである。足元の景気に即効性がありそうなのは、物価高騰対策と、防災・減災・国土強靭化対策などといったところで、残りの項目については不透明感が高い。

消費者物価への影響については、当研究所の試算でも、CPI（総合）を▲0.9%程度押し下げる効果はありそうである。経済モデル（OEGM）による試算では、これが対策発動後 1 年間の GDP を＋0.34%押し上げるとの結果が得られる。防災・減災・国土強靭化対策については、約 1 兆円の公共事業費が同対策の 2023 年度事業に充当されるとのことで、これによる押し上げ効果は＋0.17%である。合わせて＋0.50%の経済効果が見込まれる。政府の試算には及ばず、規模との見合いでも効率的とは言い難いが、ある程度の経済効果は期待できる。ただ、これは景気を押し上げるというより、本来生じるはずだった押し下げ幅を一部相殺するとの言い方が正確かもしれない。

住宅投資は鈍化方向

7－9 月期の民間住宅投資は、前期比▲0.4%（寄与度：▲0.0%）と、5 四半期連続のマイナスとなった。住宅価格や建築費、資材価格の上昇が影響した。



（図表1-16）住宅着工戸数の寄与度分解（前年比）

（出所）国土交通省「住宅着工統計」

月次の住宅着工統計を見ると、年度始以降、弱めの推移が続いている（図表 1-16）。10 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、東北が「持ち直している」から、「持ち直しの動きが鈍化している」へと下方修正されたほか、北陸が「持ち直しの動きがみられている」から、「弱めの動きがみられている」へ、東海が「横ばい圏内となっている」から「弱い動きとなっている」となるなど、9 地域中 3 地域で下方修正された。依然として、4 地域がまだ「持ち直し」という表現を用いているという意味では、住宅市場が急速に冷え込んでいるわけではないものの、モメンタムは失いつつある。

さくらレポートのアンケートでは、「資材価格の上昇分を販売価格に転嫁したところ、顧客が購入を検討する期間が長期化し、受注が前年を下回っている（福島）」、「資材価格の高騰による建設費用の高まりから採算性が悪化しており、貸家の受注は減少している（金沢）」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。「低金利環境が下支えとなり、分譲戸建の受注は堅調に推移している（横浜）」等の声はあるものの、低金利環境自体は定着しており、一段の金利低下が期待できる状況ではない以上、追加的な押し上げ効果は大きくない。

一方で、政府の政策は引き続き下支えになる。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た。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、改修に補助しており、住宅投資の呼び水となる効果は期待できる。ただ、両者ともにあくまで下支えのレベルである。

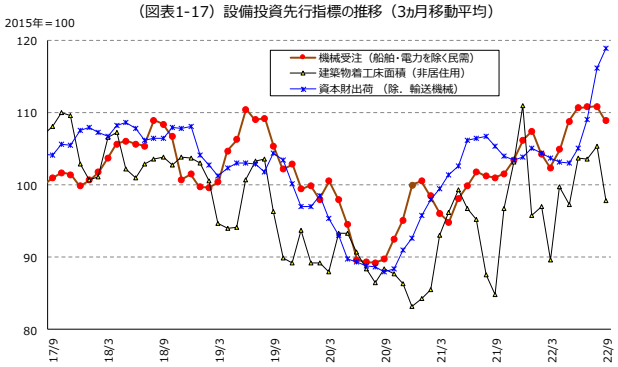
所得の伸び悩みと金利の下げ止まりで、家計の資金調達能力が伸びていないのに対し、物件の値上がりが続いていることが住宅投資の抑制要因となっている状況は続くとみられ、2023 年度にかけても住宅投資は低迷が続くと予想する。

設備投資は堅調だが

7－9 月期の民間企業設備投資は前期比＋1.5%（寄与度：＋0.2%）と、2 四半期連続のプラスとなった。円安進行に伴う企業収益の改善や、底堅い DX や GX 関連の需要に支えられた形。感染症やウクライナ情勢の影響で、2021 年度から今年度に先送りされた設備投資計画が押し上げている面もある。

設備投資の先行指標の一つである 9 月の資本財出荷（除．輸送機械）は前月比▲3.6%と、同月の生産同様、4 ヵ月ぶりのマイナスとなった。ここ 3 ヵ月、高めの伸びが続いてきた反動減が現れた形だが、均して見れば、力強く上昇している（図表 1-17）。他の先行指標を見ると、9 月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は同▲4.6%と、2 ヵ月連続のマイナスとなった。持ち直しの動きにやや足踏みがみられるが、水準自体は高い。建築物着工床面積も均して見れば、回復傾向で推移している。設備投資の先行指標は総じて悪くない。

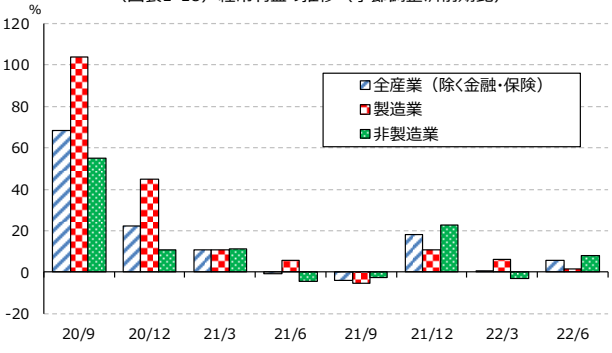
（図表1-17）設備投資先行指標の推移（3ヵ月移動平均）



（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」

企業収益も底堅い。4－6 月期の法人企業統計を見ると、全産業の経常利益は前期比＋5.5%（1－3 月期：同＋0.6%）と、3 四半期連続の増益となった（図表 1-18）。製造業は同＋1.6%（同＋6.2%）で、伸び幅は 2 四半期連続で縮小したが、輸送用機械が同＋5.5%と、3 四半期ぶりの増益となるなど、上海ロックダウンの影響は思ったより小さかった印象を受ける。非製造業は同＋8.1%（同▲2.9%）で、こちらは、2 四半期ぶりの増益となった。3 月のまん延防止

（図表1-18）経常利益の推移（季節調整済前期比）



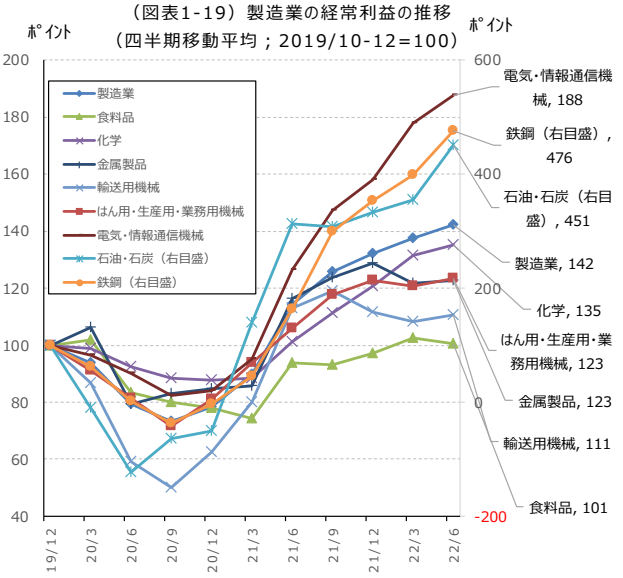
（出所）財務省「法人企業統計」

等重点措置終了後の、物流や対面サービス産業の活動活性化を反映した形と考えられる。

コロナ直前の 2019 年 10－12 月期の業績を 100 とすると（季調値、四半期移動平均）、製造業は 142 で、すでにコロナ前の 1.4 倍に達している（図表 1-19）。業種別では、元々業績の水準が低かった鉄鋼がコロナ直前との比較で 5 倍弱（476）、石油・石炭が約 4.5 倍（451）と大きく回復している。他には、電気・情報通信機械（188）が製造業全体を上回る伸びを示している。相対的に苦戦しているのは食料品（101）で、コロナ前の水準をかろうじて上回るレベルである。

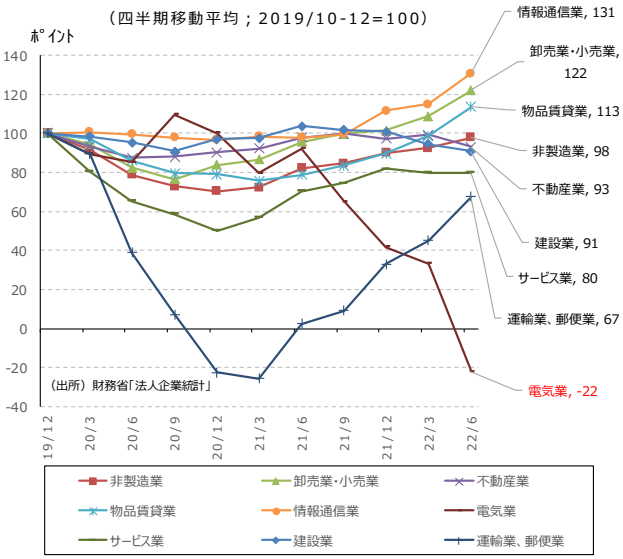
非製造業の回復は相対的に遅れており、4－6 月期は 98 とまだコロナ前の水準に届いていない（図表 1-20）。製造業とは逆に、半分以上の業種がまだコロナ前の水準未満である。最も低いのが電気業で、原燃料費の高騰に伴い、4－6 月期は経常損失である。業績回復が鈍い順に、運輸業、郵便業（67）、サービス業（80）と続くが、運輸業、郵便業は、コロナ後にいったん大きく落ち込んだ後、2021 年以降は大きく持ち直す方向にある。逆に、サービス業は回復傾向が頭打ちとなっている。最も伸びているのは情報通信業（131）で、次いで卸売業・小売業（122）、物品賃貸業（113）の順である。製造業、非製造業ともコロナ後は DX 関連産業が牽引役となっているほか、足元では円安も業績の押し上げ要因となっており、これらが後述する好調な設備投資計画の背景である。ただ、年度後半から来年度にかけては、米国をはじめとした世界経済の減速や円高を背景に、製造業の企業業績は鈍化傾向に転じる可能性が高まっている。

（図表1-19）製造業の経常利益の推移
（四半期移動平均；2019/10-12=100）



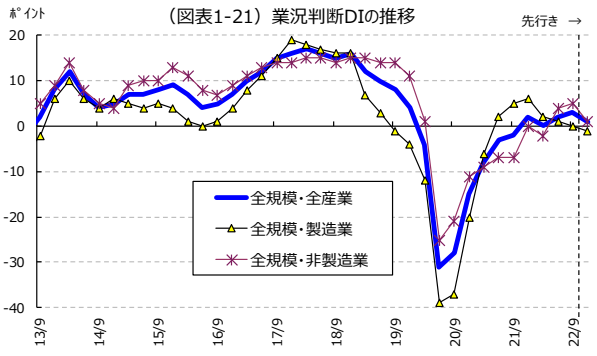
（出所）財務省「法人企業統計」

（図表1-20）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」

（図表1-21）業況判断DIの推移



（出所）日銀「短観」

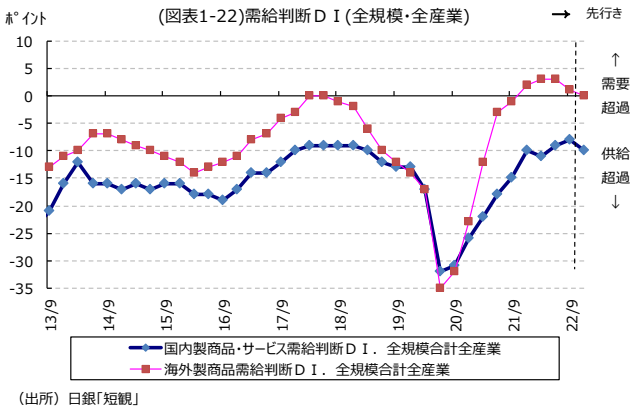
全規模・全産業の業況は改善

9 月調査の日銀短観では、全規模・全産業の業況判断 DI は 1 ポイント上昇の＋3 となった（図表 1-21）。原燃料価格の上昇が業況の回復に水を差す一方、円安の進行、部品不足の緩和、感染のピークアウト等が下支え要因になったとみられる。

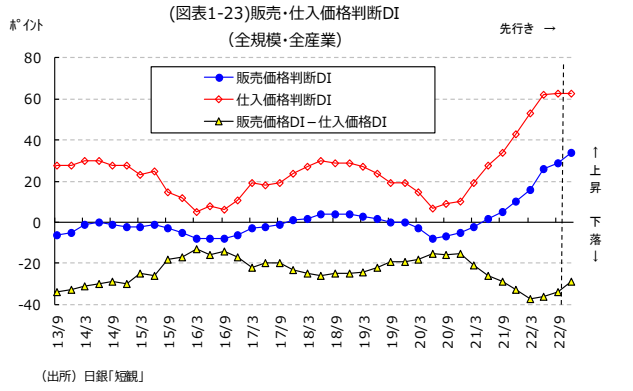
今後米国の景気減速が有力視されることを考えれば、年度後半の景気は予断を許さない。全規模・全産

業の国内外の需給判断は、国内が＋1 ポイントの改善、海外が▲2 ポイントの悪化となった（図表 1-22）。国内については緩やかながら改善傾向が続いているものの、先行きは▲2 ポイントの悪化である。歴史的な高水準で推移していた海外の需給判断も先行きは▲1 ポイントの悪化と、悪化傾向が続く形となっている。米国景気の見通しが、インフレと利上げ加速を背景に悪化していることを反映していると考えられる。

価格面の動きを見ると、全規模・全産業の販売価格判断 DI は 3 ポイント上昇の 29、仕入価格判断 DI は 1 ポイント上昇の 63 となった。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小幅改善した（図表 1-23）。先行きについては、仕入価格判断 DI が横ばいなのに対し、販売価格判断 DI は 5 ポイント上昇の 34 となっており、仕入れ価格の上昇が一服するなかでも、企業は価格転嫁を継続する姿勢を示している。



（出所）日銀「短観」



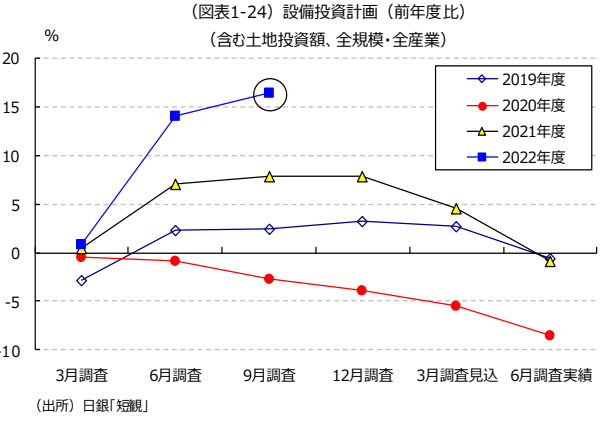
（出所）日銀「短観」

円安も下支えに

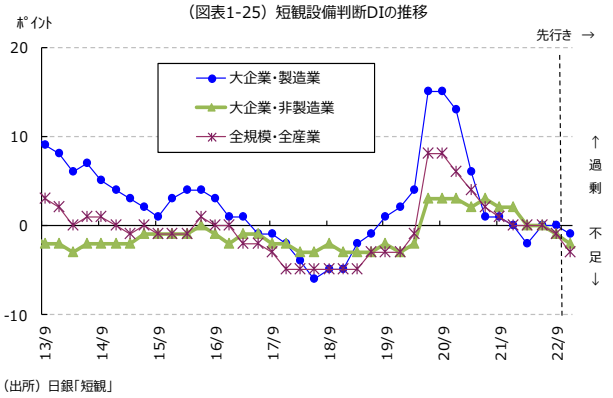
2022 年度の設備投資計画（全規模・全産業ベース）は、6 月調査の前年度比＋14.1%から 9 月調査では同＋16.4%まで上方修正された（図表 1-24）。オミクロン株やウクライナ紛争の影響で、元々2021 年度に実施されるはずだった設備投資計画が 2022 年度に先送りされたことが押し上げ要因になっているが、それを割り引いてもなお良好な計画と言える。

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。年初時点の円/ドルレートは 115 円/ﾄﾞﾙ前後だった。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、130 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＋1.25%押し上げる。140 円/ﾄﾞﾙの場合は＋1.96%、150 円/ﾄﾞﾙの場合は＋2.52%それぞれ押し上げる。

生産・営業用設備判断 DI も、先行きは低下に向かう見通しで（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



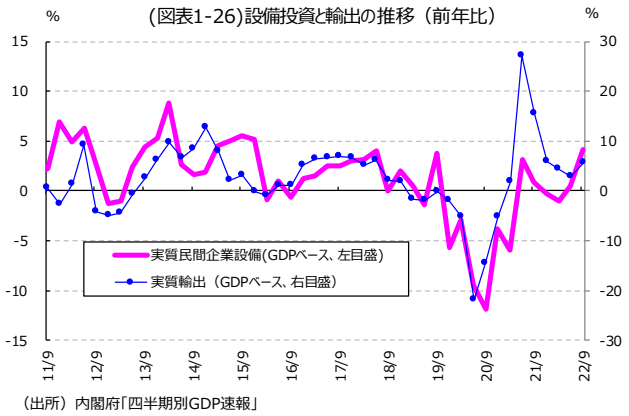
（出所）日銀「短観」



（出所）日銀「短観」

転じている（図表 1-25）。機械受注や資本財出荷等、他の先行指数も堅調に推移していることを踏まえれば、当面、設備投資は堅調な推移が期待できる。

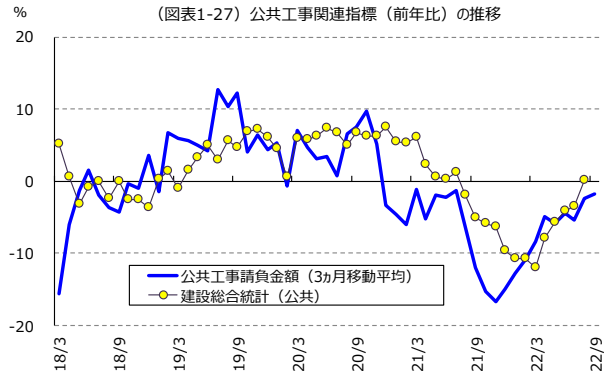
ただ、米国景気が急減速に向かう可能性が高まっているのはリスク要因である。日本の設備投資は、短期的には外需に左右される面が大きい（図表 1-26）。大企業・製造業にとっては、円安は輸出の押し上げ要因だが、海外景気の方がより重要である。中国景気の軟調推移が継続しているのに加え、米国景気も失速に向かえば、輸出の悪化は避けられない。



（出所）内閣府「四半期別GDP速報」

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＋1.2%（寄与度：＋0.1%）と 2 四半期連続のプラスとなった。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の進捗を受け、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 1-27）。



（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」

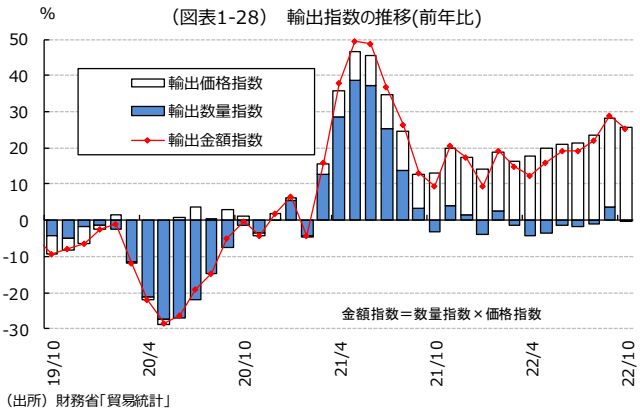
10 月のさくらレポートにおいて、公共投資の判断は、四国が「減少している」から「下げ止まっている」へと上方修正されたが、他の 8 地域は 7 月と同じ判断が示された。7 月は全 9 地域が 4 月と同じ判断となっており、今年度に入ってから公共投資の判断はほぼ横ばい傾向が続いている。過半数の 5 地域で依然「高水準」、「高めの水準」との表現が用いられているが、水準は高くても、方向性については増加しているとした地域はなく、逆に 4 地域で「減少」、「弱い」、「弱め」との表現が用いられるなど、全体としてはやや弱含みといった情勢である。

同レポートの企業へのアンケートでは、「高速道路や国土強靭化関連の工事に支えられ、手持ちの工事受注残高は高水準を維持している（金沢）」、「国土強靭化や災害復旧関連案件のほか、老朽化インフラの更新案件が計上されており、引き続き公共工事は高水準の推移が見込まれる（名古屋）」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。ただ、「燃料や資材価格の上昇から、公共工事の請負金額の増額を求めるスライド条項の適用申請が増加している（福島）」との声が上がっており、今後、増額に応じない施主が増える可能性が懸念材料である。「建設業者における人手不足の強まりから入札不調が増加している（長崎）」と人手不足を指摘する声も根強い。

2022 年度末の第二次補正予算では 1 兆 2,502 億円の公共事業費が計上された、防災・減災・国土強靭化対策については、約 1 兆円の公共事業費が同対策の 2023 年度事業に充当されるとのことで、これが来年度にかけての公共投資の下支えとなろう。これによる経済効果は P11 のとおり、実質 GDP ベースで 0.17%とみている。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、2024 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。

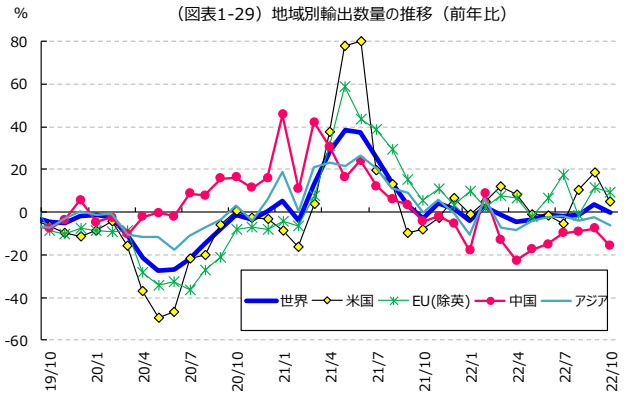
輸出は失速か

財務省から発表された 10 月の貿易統計によると、輸出金額指数は前年比＋25.3%と、引き続き高い伸びとなった。ただし、伸び率を価格と数量に分解すると、価格指数が同＋25.8%、数量指数が同▲0.3%で、ほぼ伸びのすべてが価格要因によってもたらされている。円安により円換算額が膨張した影響であり、輸出の実勢を示す数量指数はマイナスである（図表 1-28）。



（出所）財務省「貿易統計」

主要相手国・地域別の数量指数を見ると、米国向けが同＋4.7%（9 月：同＋18.3%）、EU（除英）向けが同＋9.4%（同＋11.2%）、中国向けは同▲16.0%（同▲7.8%）といずれも減速している（図表 1-29）。欧米向けはまだプラスだが、先行きに不安を抱かせる内容である。



（出所）財務省「貿易統計」

先々の輸出は、数量ベースでは軟調な推移が続く可能性が高い。米国は、来年前半に景気後退入りの可能性が高まっている。中国は、感染抑制対策や不動産市場の低迷が経済活動を阻害する展開が続くだろう。欧州も、エネルギー問題や ECB（欧州中央銀行）の積極的な利上げが景気の足枷になるとみる。主要輸出先の景気が減速ないし後退する状況下、大幅な円安が進んだ後ではあっても、輸出が景気の牽引役となる展開は期待できない。輸出の回復は、主要国の景気が底打ちから回復に向かう 2024 年度にずれこむとみる。

黒田総裁は緩和継続を強調

10 月 27、28 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。

黒田総裁は、会合後の定例会見で、「年明け以降は、こうした海外からのコストプッシュ要因の押し上げ寄与が減衰していくため、消費者物価の前年比は、来年度半ばにかけてプラス幅を縮小していく」と、物価目標が持続的・安定的に実現する見通しにはなっていないことを再三強調、市場にくすぶる早期金融政策修正観測を打ち消そうとした。

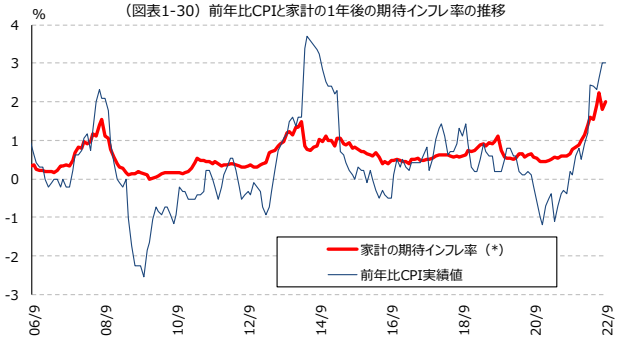
円安への対応を問う質問も目立ったが、黒田総裁は、YCC（イールドカーブ・コントロール）は「金融緩和のやり方」で円安には影響しないとし、「そもそも各国の米国との金利格差と各国の為替の状況とはきれいに相関していません」と、金利格差と為替の関係も否定、「ましてやその YCC と特に関係しているというふうには、誰も考えていないと思います」と言い切った。市場の実態と照らし合わせれば、首をかしげざるを得ない答弁ではあるが、黒田総裁としては、残りの決定会合があと 3 回となるなか、多少論理的に無理があっても強引に押し切る構えに見えた。

YCC はすでに金属疲労が著しいが、これを円安対策として手掛けても効果が期待できないのは確かである。景気も冴えず、物価目標も未達というなかで、どのみち日銀がどんどん利上げできるわけではない。10 年国債利回りの 0.25%の変動許容幅を 0.5%に広げたところで、米国はここまで FOMC（米連邦公開市場委員会）のたびに 0.75%ずつ利上げしてきたわけで、日米金利差の拡大方向は変わらない。小細工を弄するような変更しかできないのであれば、手詰まり感から逆に円安が加速する可能性すらある。債券市場でも、もはや YCC が持続不可能になったとみなされ、再び債券売りが殺到するだろう。それで YCC の放棄に追い込まれれば、物価目標との整合性を問う説明責任も果たせなくなる。黒田総裁にとっていいことは何もない。

そもそも、黒田総裁にとって円安は忌むべきものではないはずである。今回も、「安定的な円安方向の動きであれば、経済全体としてプラスに作用する」と述べている。輸入物価の上昇は、物価目標の達成に向けたチャンスである。記者からは、「円安進行というのが日本の粘着的なインフレ期待を上に持ち上げる、2%付近にアンカーさせる、円安がそういうチャンスになるというふうに、肯定的にとらえている、そういう側面はありますでしょうか」という質問が出された。これに対し黒田総裁は、「為替の円安が何か、特別にチャンスになるというようには私はあまり考えてはおりません」と一応は否定したものの、「最近の経済界の方々や労働組合の方々の発言を聞いておりますと、来年の春闘において、現在の消費者物価の上昇を織り込んだかたちで賃上げの交渉が行われるというふうにいわれていますので、そういったことになれば、それが一定の影響を及ぼす可能性はある」とも述べており、こちらに期待したいのが本音と考えられる。

物価目標達成に向けたこれまでの最大の障害は、日銀が何をやっても人々のインフレ期待がなかなか上がってこなかったという点にあった。しかし、足元では変化の兆しが現れている（図表 1-30）。黒田総裁にとって、おそらくは良いインフレも悪いインフレもない。コストプッシュ的な物価高であっても、超円安であっても、インフレ期待を 2%にアンカーできるのであれば、最終的には前向きの循環が実現できると考えているはずである。実際、「現在のような輸入物価の上昇によって、これが転嫁されていくということは必要なことであり、転嫁が進んでいるということは好ましいことではある」とも述べている。その前に景気が腰折れする可能性も高いが、以前に比べれば、物価目標達成に向けたチャンスが広がっているのは確かである。

（図表1-30）前年比CPIと家計の1年後の期待インフレ率の推移



（*）修正カールソン・パーキン法（閾値を最小二乗法で推計）により抽出

（出所）総務省「消費者物価指数」、内閣府「消費動向調査」より明治安田総研作成

日銀の姿勢は政府も理解を示しており、日銀批判の世論が盛り上がる雰囲気も乏しいので、来年 3 月まではこのまますえ置きが続くということになるだろう。次期総裁が早期に政策修正を手掛けられるかどうかは米景気次第である。その時までに FRB（米連邦準備制度理事会）の引き締めサイクルがピークアウトしているようであれば、日銀が逆方向に舵を切るのはかなり難しくなる。円高方向へのバッファーが蓄積されているので、不可能ではないが、無理をする必要もない。場合によっては 2024 年にずれ込むかもしれない。（担当：小玉）

２．米国経済見通し

＜要　　約＞

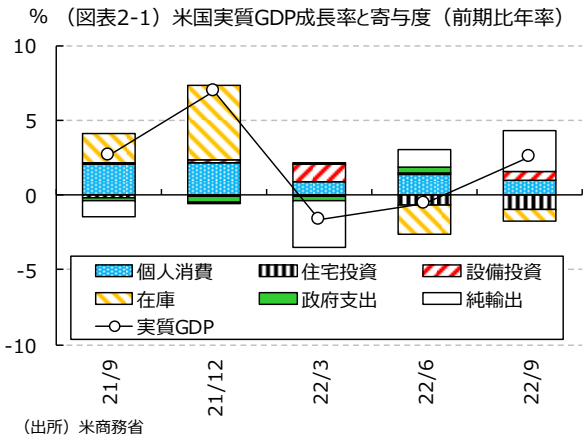
7－9月期の実質GDP成長率は、前期比年率＋2.6%と3四半期ぶりのプラス成長となった。もっとも、輸出のプラス寄与が大きく、景気の基調を見るうえで重要な国内最終需要（在庫投資と純輸出を除く）は力強さを欠く結果である。FRB（米連邦準備制度理事会）による積極的な金融引き締め策によって、内需は抑制されつつある。

個人消費は、消費者センチメントが軟調に推移するなか、株価や住宅価格下落に伴う逆資産効果などを背景に今後勢いが鈍化するとみる。設備投資は、金利上昇に加え、収益の伸び鈍化が強い向かい風となろう。住宅投資も金利上昇の影響を受けて冷え込んでおり、今暫くは軟調な推移が続こう。CPI（消費者物価指数）は、供給制約の緩和がコア財価格に波及、住宅価格下落がコアサービス価格に波及することで、2023 年末に前年比＋3%台半ば、2024 年末には FRB が目標とする同＋2%前後まで鈍化すると予想する。

こうしたなか、早ければ 2023 年の春先にも米国景気は後退局面に突入する可能性が高い。ただ、物価の伸びが次第に鈍化するなか、10－12 月期には FRB が利下げに転じることで、その後は徐々に持ち直していくと予想する。

7－9 月期の成長率は 3 四半期ぶりのプラス

7－9 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率＋2.6%と、3 四半期ぶりのプラス成長となった（図表 2-1）。もっとも、輸出のプラス寄与が大きく、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＋0.5%と、力強さを欠く結果であった。FRB による積極的な金融引き締め策によって内需が抑制されつつある様子が示された。



（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＋1.4%と前期から伸びが鈍化した。自動車関連財（同▲11.8%）が 2 四半期続けて二桁減となったほか、娯楽や飲食・宿泊の伸びが鈍化した。コロナ禍からのペントアップディマンド（繰越需要）が一巡するなか、物価高騰などによって家計の支払い環境が厳しくなったことが、選択的支出の抑制につながったと考える。

設備投資は同＋3.7%と、前期からプラス幅が拡大したものの、輸送用機械の機械投資が全体を押し上げる形となっており、それ以外は力強さを欠く内容となった。住宅投資は同▲26.4%と、前期に続き大幅なマイナスとなり、これだけで実質 GDP 成長率を 1.4%ポイント押し下げた。住宅ローン金利が 7%を超える水準まで上昇したことに加えて、住宅価格も高止まりしていることが低迷につながっている。

在庫投資の寄与度は▲0.7%ポイントと、前期に続きマイナスとなった。在庫投資は前期から増加した

ものの、前期の伸びが大きかった分、増加幅が縮小し、寄与度面でマイナスに働いた。

政府支出は、連邦政府による国防関連支出の拡大を主因に前期比年率＋2.4%と 6 四半期ぶりのプラスとなった。ウクライナへの武器供与で不足した装備を補充した影響が現れた可能性がある。

輸出は同＋14.4%と 2 四半期連続で二桁の伸びとなる一方、輸入は同▲6.9%と 9 四半期ぶりにマイナスに転じた。純輸出の寄与度は＋2.8%ポイントと、1980 年以来、約 42 年ぶりの高水準となった。

CPI の伸び幅は次第に縮小へ

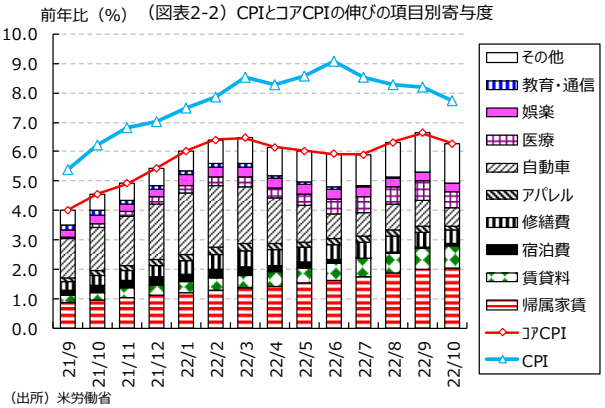
10 月の米 CPI は前年比＋7.7%と、4 ヵ月連続で伸びが鈍化した。また、変動の激しい食料品とエネルギーを除いたコア CPI も同＋6.3%と、前月から 3 ヵ月ぶりに伸びが鈍化した（図表 2-2）。

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。ここまでの上昇の背景には、国際商品市況の高騰や、物流の混乱をはじめとした各種の供給制約があった。しかし、前者については、以前に比べると落ち着きを取り戻しているほか、後者についても、感染状況が改善傾向にあることで、着実に解消に向かっている。ニューヨーク連銀が公表している、内外のサプライチェーンにどれだけ圧力や混乱が生じているかを示すグローバルサプライチェーン圧力指数(バルチック海運指数や主要国 PMI など物流に関する 27 の経済指標を統合して算出)を見ると、2021 年末をピークに低下基調で推移しており、物流が正常化に向かっている様子を示している（図表 2-4）。すでに、主要国を中心に「with コロナ」政策が広く浸透しており、感染症要因で再びサプライチェーンが混乱する可能性は下がっている。

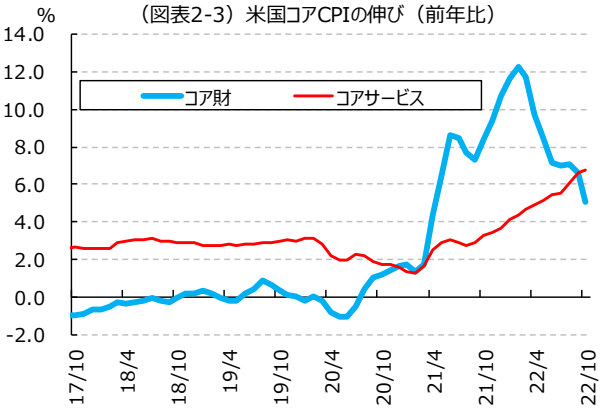
コアサービス価格の推移を見ると、住宅価格の高騰などを反映し、足元では帰属家賃や賃貸料など、住宅関連品目のプラス寄与幅が徐々に大きくなっている。

前年比（%） （図表2-2）CPIとコアCPIの伸びの項目別寄与度



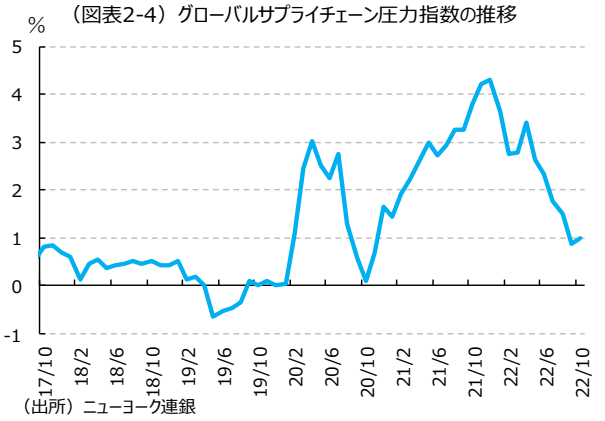
（出所）米労働省

（図表2-3）米国コアCPIの伸び（前年比）



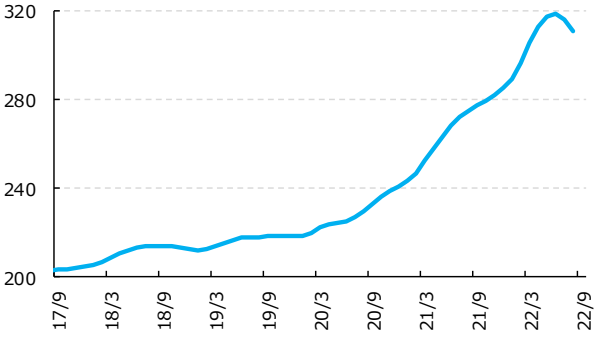
（出所）米労働省

（図表2-4）グローバルサプライチェーン圧力指数の推移



（出所）ニューヨーク連銀

2000年1月=100 （図表2-5）S&Pケースシラー住宅価格指数



（出所）米S&Pダウ・ジョーンズ・インディシーズ

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、10 月の CPI を 3.3%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おり、前月比での住宅価格は 7 月以降マイナスに転じている（図表 2-5）。FRB が今暫く利上げを継続する方針を示していることから、当面は軟調な推移が続くことが予想され、今後は住宅価格下落の影響がタイムラグを伴って帰属家賃を押し下げると考える。

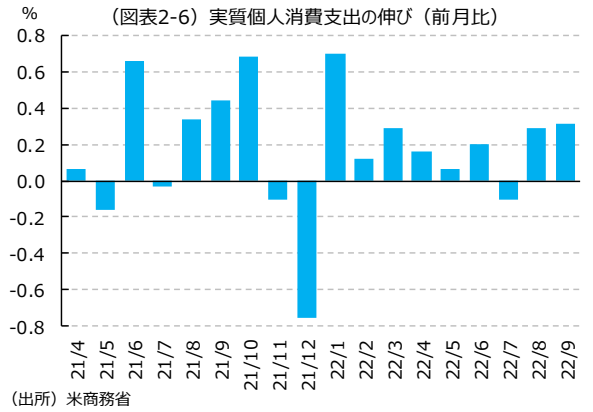
物価の基調に大きな影響を及ぼす賃金の伸びは、足元で一旦下げ止まっているが、年前半に比べれば着実に勢いが鈍化している。今後、これまでの利上げの累積的な影響が実体経済に本格的に波及するとみられ、労働需要が次第に弱含むことが予想されるなか、賃金の上昇ペースも鈍化基調が一段と鮮明になり、物価上昇圧力を和らげると見ている。CPI は、2023 年末に前年比＋3%台半ば、2024 年末には FRB が目標とする同＋2%前後まで鈍化すると予想する。

個人消費の勢い鈍化は避けられず

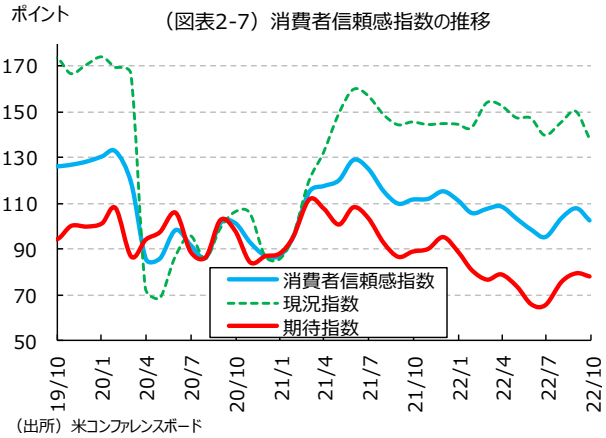
足元の個人消費は、底堅い推移が続いている。9 月の実質個人消費支出は前月比＋0.3%と、2 ヵ月連続で増加した（図表 2-6）。特にサービス消費が好調である。ただ、コンファレンスボードが発表した 10 月の消費者信頼感指数は 102.5 と、前月から低下した（図表 2-7）。8、9 月は、ガソリン価格の低下に伴って持ち直していたが、均して見れば、昨年夏場以降、低下基調が続いている。内訳を見ると、現況、期待指数ともに低下しているが、期待指数は、公表元が景気後退リスクの高まりを示唆すると指摘する 80 を 8 ヵ月連続で下回っている。歴史的な物価上昇が続くなか、人々の間で先行き不透明感が強まっている様子がうかがえる。

また、貯蓄率の推移を見ると、年初以降、低下基調が続いているほか、これまで個人消費を資産効果という形で下支えしてきた家計の資産残高が、4－6 月期にコロナ禍以降初めて減少に転じた（図表 2-8）。資産の約 3 分の 2 を占める金融資産が、軟調な株式市場を背景に大きく減少した影響が大きかった。FRB が利上げを継続する姿勢を維持するなか、米国景気は後退局面入りする可能性が高まっており、株価は企業業績の悪化を背景に軟調な展開が続く可能性が高い。今後は、住宅価格下落の影響も現れることで、逆資産効果が個人消費の大きな向かい風になるとみている。

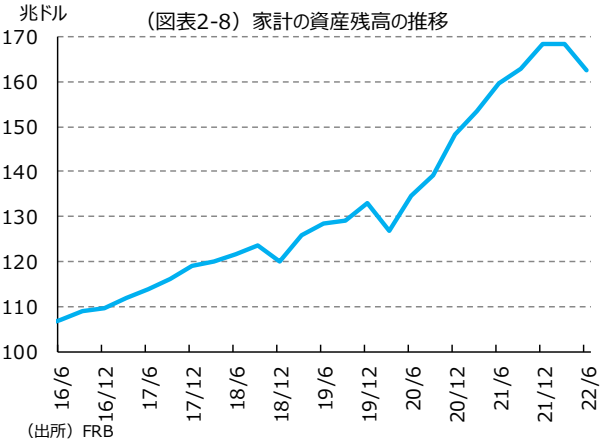
個人消費は年末以降勢いが鈍化し、2023 年の春先からは減少に転じるとみる。もっとも、2023 年半ば以降、景気後退を背景に物価の伸びが大きく鈍化するとみ



（出所）米商務省



（出所）米コンファレンスボード



（出所）FRB

られるほか、10－12 月期には FRB が利下げに転じると見込まれることなどから、2024 年にかけての個人消費は徐々に持ち直すと予想する。

住宅投資は弱含む展開を予想

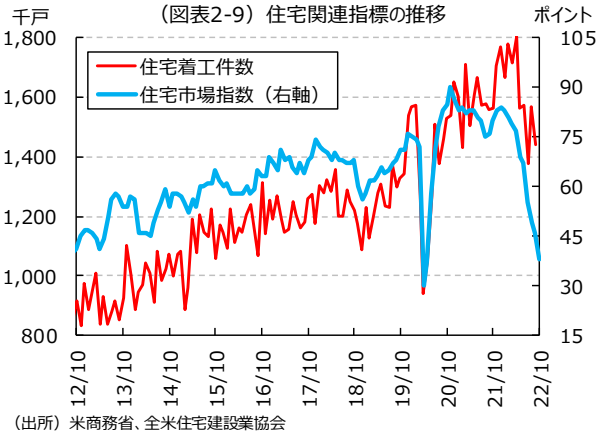
住宅価格の高騰や住宅ローン金利の上昇など、住宅投資には強い向かい風が吹いており、しばらくは軟調な推移が続く可能性が高い。

住宅着工件数は、5 月以降、急速に減少している（図表 2-9）。住宅在庫が 46 万戸と、1 年前に比し 20%以上積み上がっており、着工件数が伸びる余地が小さくなっている。また、住宅建設業者の景況感を表す住宅市場指数も低下基調が続き、10 月には 38 と、パンデミック期を除けば 2012 年以来の水準まで低下している（図表 2-10）。

住宅需要が急速に落ち込んでいる背景には、住宅価格の高騰に伴い、値ごろ感のある物件数が減少していることや、住宅ローン金利が急上昇していることがある。前者については、熟練労働者や建設資材が慢性的に不足し、建設コストが上昇してきたことなどを反映している。所得の伸びよりも住宅価格の伸びが大きいことから、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は、4－6 月期には 2012 年の調査開始以来、最低水準まで低下した。初めて住宅を購入する若い世代を中心に、住宅購入に対するハードルが高まっている。後者については、30 年固定住宅ローン金利が、FRB による積極的な金融引き締め政策を反映する形で上昇基調を続けており、10 月末には 7%を超えた（図表 2-11）。FRB が利下げに転じるまで、住宅ローン金利が大きく低下する可能性は低い。

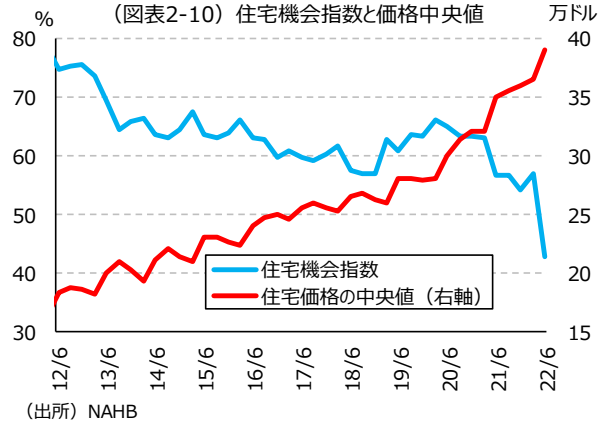
住宅投資は、2023 年半ばまでは軟調な推移を余儀なくされるとみている。その後、2024 年にかけては、FRB の利下げに加え、住宅価格も緩やかに低下するなかで、緩やかに持ち直すとみている。

（図表2-9）住宅関連指標の推移



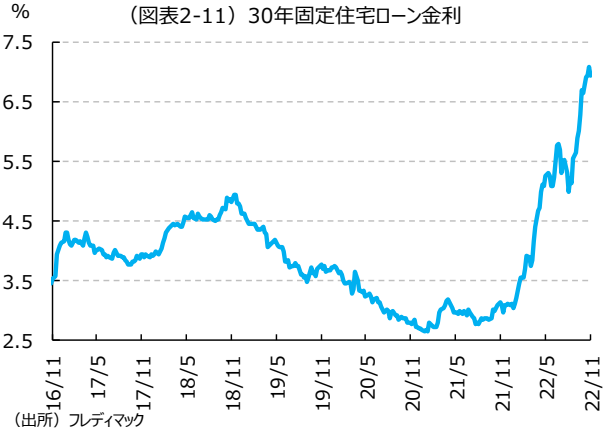
（出所）米商務省、全米住宅建設業協会

（図表2-10）住宅機会指数と価格中央値



（出所）NAHB

（図表2-11）30年固定住宅ローン金利



（出所）フレディマック

設備投資は次第に鈍化へ

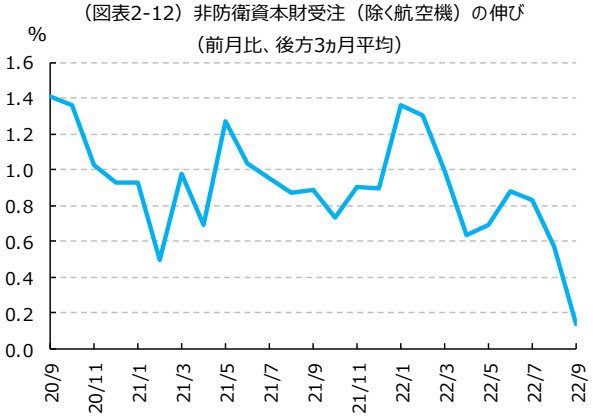
設備投資の先行指標とされる非防衛資本財新規受注（除く航空機）の伸びを見ると、年初以降、勢いが大きく鈍化している（図表 2-12）。9 月には、2021 年 2 月以来、19 ヵ月ぶりに前月比の伸びがマイナスとなった。コロナ禍以降、デジタル化や労働者不足、ペントアップディマンドに対応するために企業は設備

投資を積極的に行なってきたが、FRB による急速な利上げや先行き景気への不透明感が強まるなか、潮目が変わりつつある。

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を見ても、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、9 月には 25%ポイントと、3 四半期連続で低下している。また、6 ヵ月後の売上高についても、増えるとの回答から減るとの回答を差し引いた割合が低下している（図表 2-13）。公表元は、高いインフレ率や金利の上昇に加え、エネルギー価格の上昇などが経営者の見通しを弱めているとしており、経営者が先行きに対して警戒感を強めている様子がうかがえる。

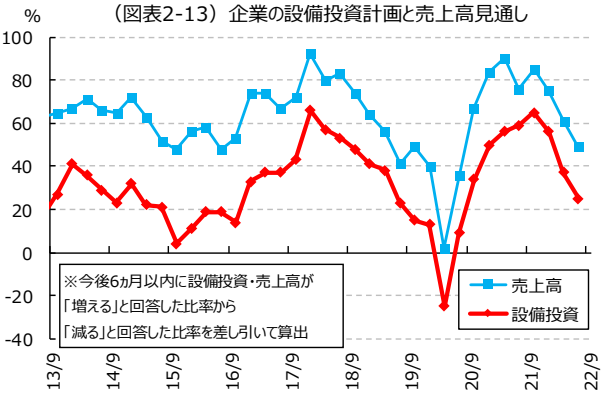
また、情報ベンダーの FactSet が集計・公表している S&P500 構成企業の利益成長率の推移を見ても、伸びが鈍化しており、2022 年 7－9 月期の成長率は前年比＋2.2%と、2020 年 10－12 月期に次ぐ低水準になると予想されている（図表 2-14）。コロナ禍での急激な業績悪化と、その反動増局面はすでに終了しているだけに、低い成長率は純粋に企業の収益環境の悪化を意味しており、企業が設備投資に対してこれまでよりも消極的になる公算が大きいと考える。FRB による利上げが今暫く継続する点も考慮すると、2023 年前半にかけての設備投資は低迷を余儀なくされよう。もっとも、2023 年後半から 2024 年にかけては、物価上昇圧力が一巡し、FRB が利下げに転じるなか、借入コストの低下を追い風に設備投資は持ち直しの動きが強まると予想する。

（図表2-12）非防衛資本財受注（除く航空機）の伸び
（前月比、後方3ヵ月平均）



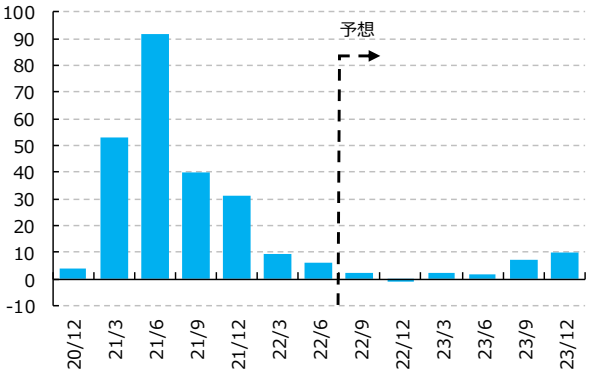
（出所）米商務省

（図表2-13）企業の設備投資計画と売上高見通し



（出所）Business Roundtable

（図表2-14）S&P500構成企業の利益成長率（前年比）



（出所）FactSet

2023 年 10－12 月期の利下げを見込む

11 月 FOMC（米連邦公開市場委員会）では、政策金利である FF レートの誘導目標を 4 会合連続で 0.75%引き上げ、3.75－4.00%とした。声明文の金融政策部分では、「将来の目標レンジの引き上げペースを判断するうえで、委員会は累積した金融引き締め、金融政策が経済活動とインフレに及ぼす遅行効果、経済・金融の動向を考慮する」との文言を新たに追加し、今回の利上げサイクルで初めて、利上げペース減速に関しての文言を明記した。前回 9 月会合までは、「目標レンジの引き上げを継続することが適切」との文言のみだっただけに、FOMC メンバーの利上げペースに対するスタンスが変化している様子がみてとれる。背景には、政策金利の中央値が 3%台後半まで引き上げられ、2～3%と推計される名目の中立金利

を明確に超える水準となったことや、住宅市場をはじめとした実体経済の一部に積極的な金融引き締めの効果が現れていることがあり、今後の利上げペース減速に向けた地ならしとしての意味合いがあるとみる。

FOMC 後に行なわれた記者会見で、パウエル FRB 議長は、12 月 FOMC での利上げペース減速の条件を問われ「毎月の経済指標が連続して低下することが望ましい」としたものの、「それが利上げペースを減速させるための最適なテストだとは考えたことがない」とも述べた。また、物価を抑制するのに必要な金利水準については、イールドカーブ全体の実質金利、金融情勢、金融政策のラグを踏まえながら評価を行なうとし、利上げペースの調節については、金融環境を考慮した総合判断で行なう姿勢を示した。12 月会合までは米 CPI、米雇用統計の発表を 1 回ずつ控えているが、これらの指標が目に見えて弱まっていない場合でも、外部環境や金融政策のラグ等を考慮したうえで、利上げペースを減速させる余地を残したとみられる。

当研究所では、次回会合で 0.5%の利上げを行なった後、2023 年は 2 月に 0.5%、3 月に 0.25%の利上げを実施し、FF レートの上限を 5.25%まで引き上げると予想する。その後は、米国の景気後退局面入りが鮮明化するなか、物価上昇圧力も次第に鈍化する可能性が高いとみており、この水準で今回の利上げサイクルが停止すると考える。ただ、インフレ率が FRB の目標である 2%近辺まで明確に低下するまでには、時間を要する可能性が高いだけに、利下げが実施される時期は、2023 年 10－12 月期まで持ち越されるとみる。(担当：伊藤)

３．欧州経済見通し

＜要　　約＞

ユーロ圏の 7－9 月期実質 GDP 成長率は前期比＋0.2%と、6 四半期連続のプラスとなったものの、前期から伸びが鈍化した。今後については、半導体不足やウクライナからの原材料調達難は緩和が見込まれるものの、天然ガスの供給不安が続くことで、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よう。物価高により個人消費も停滞気味の推移が予想される。米国景気の失速により外需も減速することで、ユーロ圏景気は 2023 年 1－3 月期に後退局面に陥るとみる。もっとも、2023 年秋口以降に想定される ECB（欧州中央銀行）の利下げが下支えとなって、景気の落ち込みは限定的なものにとどまり、2024 年にかけては景気回復トレンドに復すると予想する。

英国の 7－9 月期実質 GDP 成長率は前期比▲0.2%と、6 四半期ぶりにマイナスとなった。高騰が続く物価が下押し圧力になっている。2023 年以降は、政府の光熱費対策や、BOE（イングランド銀行）の利上げによって次第に鈍化に向かうとみられるものの、インフレ目標を上回る高い伸びは残る可能性が高く、個人消費の抑制要因となり続けよう。EU や米国の景気失速により輸出も鈍化することで、英国景気は 2022 年 10－12 月期に後退局面入りすると予想する。ただ、インフレ率の鈍化と BOE の利下げで、早ければ 2023 年後半以降再び持ち直すと予想する。

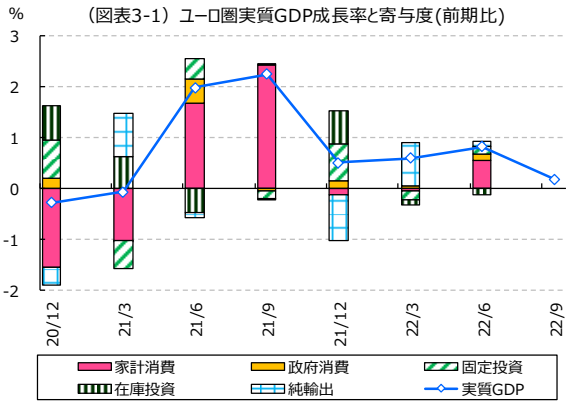
7－9 月期実質 GDP 成長率は小幅のプラス

7－9 月期のユーロ圏実質 GDP 成長率は前期比＋0.2%と、6 四半期連続のプラスとなったものの、前期（同＋0.8%）から伸びが鈍化した（図表 3-1）。主要国の成長率は、ドイツ（同＋0.1%→＋0.3%）、フランス（同＋0.5%→＋0.2%）、イタリア（同＋1.1%→＋0.5%）、スペイン（同＋1.5%→＋0.2%）と、いずれも小幅の伸びにとどまった。

GDP 成長率と連動性が高いユーロ圏総合 PMI（企業購買担当者景気指数）を見ると、10 月は 47.3 と、好不況の境目となる 50 を 4 ヵ月連続で下回った（図表 3-2）。半導体不足や、ウクライナからの原材料調達の遅滞の問題は解消に向かいつつあるものの、物価高によって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は悪化傾向で推移している。

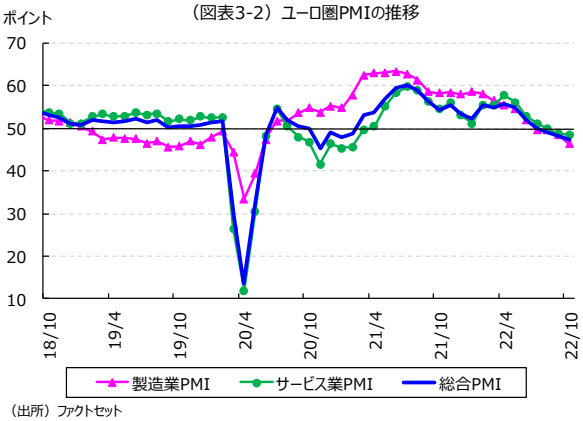
エネルギー不足の問題には引き続き悩まされる可能性が高い。ロシアからのノルド・ストリーム経由で

（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

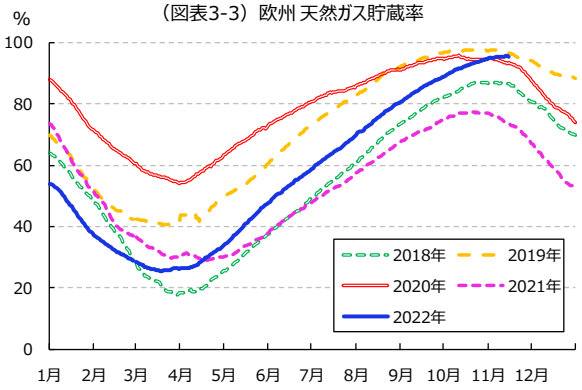
（図表3-2）ユーロ圏PMIの推移



（出所）ファクトセット

の天然ガス供給は、8 月末に定期修理に入った後、設備不良やパイプラインに新たな損傷が見つかったことなどから停止している。EU は、今冬の天然ガス枯渇のリスクに備え、貯蔵率を 11 月までに 80%とする目標を掲げてきた。ロシアに代わる調達先の多様化を進め、米国などから供給を増やしたほか、ガス需要削減の取組みによって、貯蔵率は 11 月 15 日時点ですでに 95.5%と、目標を上回るペースで積み上がっている（図表 3-3）。こうした対応もあって、今冬に天然ガスが枯渇する事態は避けられる可能性が高まりつつあるが、ロシアからの天然ガス供給が再開する見込みが薄いことや、厳冬となる可能性を踏まえると、楽観視はできない。

（図表3-3）欧州 天然ガス貯蔵率



（出所）AGSI＋公表資料より明治安田総研作成

また、今冬を乗り越えられたとしても、来年十分な在庫を確保できるかは不透明である。冬の需要期を過ぎた後、来春のガス貯蔵率は例年に比べて低い水準となる可能性が高い。今年は中国の景気減速に伴うガス需要の減少で、供給側が欧州に LNG（液化天然ガス）を振り向けやすい環境にあった点なども踏まえると、来冬に向けてのガス調達はさらに困難を極める可能性が高く、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とみる。

ユーロ圏加盟国はエネルギー高騰対策を講じる

ロシアからの供給不安による天然ガス価格の上昇は、その他の物価にも波及しており、ユーロ圏加盟国は家計や企業の負担を軽減すべく、エネルギー高騰対策を講じている。主要国における対策の内容を見ると、ドイツでは、暖房代に対する補助金を支給しているほか、ガス料金にかかる付加価値税を 19%から 7%に引き下げている（図表 3-4）。フランスでは、2022 年末まで、一般家庭向けのガス料金を昨年 10 月の水準で凍結するほか、電気料金の値上げ上限を年間 4%に設定してきたが、9 月にはガス・電気料金の値上げ上限を年間 15%に引き上げたうえで、来年も家計への支援を継続することを決めた。このほか、イタリアやスペインでもガス料金にかかる付加価値税の減税を実施している。

（図表3-4）ユーロ圏主要国の主なエネルギー高騰対策

ドイツ	・暖房代に対する補助金の支給 ・家計・企業向けのガス料金にかかる付加価値税の引き下げ
フランス	・一般家庭向けのガス料金の値上げ凍結、電気料金の値上げ上限の設定（2023年はガス・電気料金の値上げ上限を引き上げ）
イタリア	・家計・企業向けのガス料金にかかる付加価値税の引き下げ
スペイン	・家計・企業向けのガス料金にかかる付加価値税の引き下げ

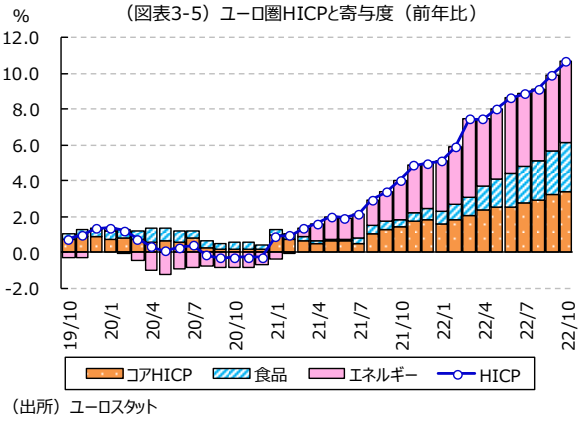
（出所）各種報道資料等より明治安田総研作成

一方で、ドイツが 9 月に最大 2,000 億ユーロを拠出し、ガス料金に上限を設けることを決めたことに対して、EU 域内の公正な競争をゆがめるとして、ハンガリーなど財力の乏しい一部の国から反対の声が上がっている。こうした加盟国による批判もあって、今後、主要国はエネルギー高騰対策に大規模な支出を行なうことが難しくなる可能性があることから、インフレの抑制効果は限定的なものにとどまると予想する。

HICP の伸びは 2024 年前半に 2%近辺に収束

10 月のユーロ圏の HICP（消費者物価指数）は前年比＋10.7%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、エネルギー価格がインフレ率上昇の主因である状況は変わらない。もっとも、エネルギーや穀物価格の高止まりによる原材料コストの上昇により、食品や工業製品といった品目でも価格上昇圧力が少しずつ高まっている。



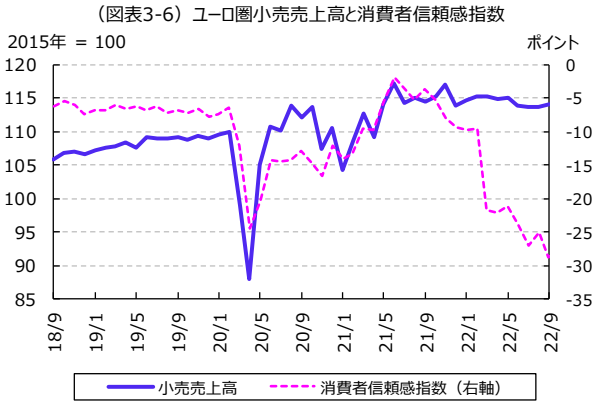
（出所）ユーロスタット

原油や天然ガスの先物価格は高止まりが続いているものの、一時期に比べれば落ち着きを取り戻しつつある。インフレ率は、前年の原油や天然ガス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、来年の春先以降、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。

今後のユーロ圏景気については、半導体不足や、ウクライナからの原材料調達難の影響が緩和する一方で、天然ガスの供給不安に晒される状況は続く見通しである。少なくとも 2023 年までは、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ほか、物価高により個人消費も停滞気味の推移が見込まれる。また、米国景気の失速により外需も減速することで、ユーロ圏景気は 2023 年 1－3 月期に後退局面に陥ろう。もっとも、2023 年秋口以降に想定される ECB の利下げが下支えとなって、景気の落ち込みは限定的なものにとどまり、2024 年にかけては景気回復トレンドに復すると予想する。

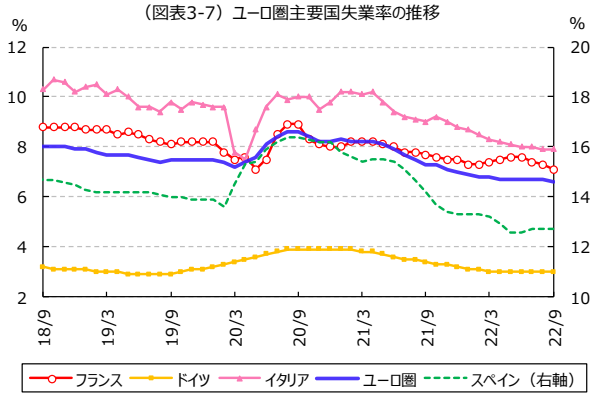
個人消費は停滞気味の推移が続く

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、9 月は前月比＋0.4%と、4 ヵ月ぶりにプラスとなった（図表 3-6）。もっとも、四半期ベースでみると、7－9 月期は前期比▲0.7%と、3 四半期連続のマイナスであり、エネルギーや食品価格の上昇を背景とする物価高が個人消費の重石となっている。



（出所）ユーロスタット

9 月のユーロ圏の失業率は 6.6%と、統計開始以来の最低値となっている（図表 3-7）。雇用環境が底堅く推移しているのは好材料だが、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。4－6 月期の妥結賃金が前年比＋2.4%とプラスになったものの、インフレ率の上昇ペースには追い付いておらず、実質賃金はマイナス圏のままである。また、コロナ禍のピークに 20%を超えていた家計の貯蓄率も、4－6 月期時点ですでにコロナ感染拡大前と同程度にまで低下しており、今後の個人消費の下支え役となり得る材料は少なくなっている。



(出所)ユーロスタット

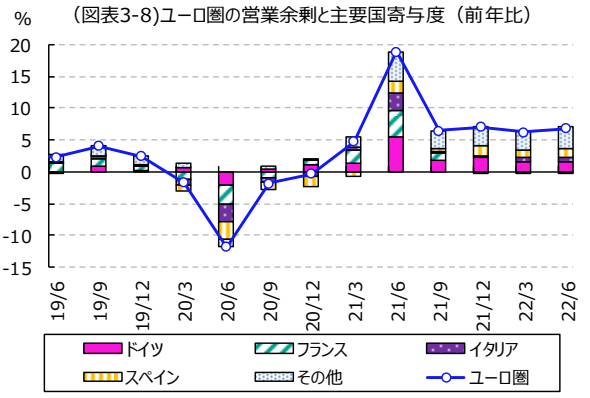
物価の伸びは来年の春先以降、徐々に鈍化するものの、当面は高水準での推移が続くとみられることから、2023 年にかけてのユーロ圏の個人消費は停滞気味の推移が続くと予想する。もっとも、2024 年に関しては、ECB の利下げによる効果が徐々に浸透することで持ち直すとみる。

設備投資への資金需要は減少基調

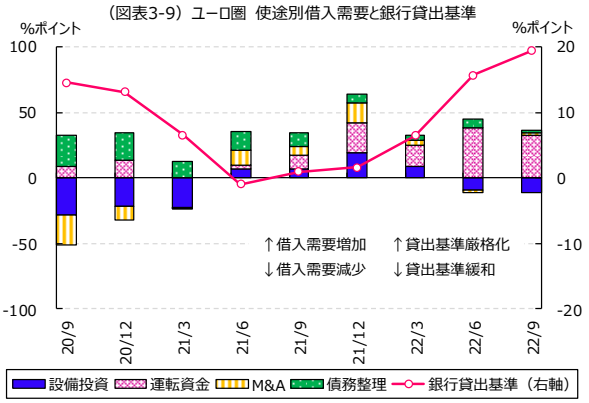
4－6 月期のユーロ圏の営業余剰は前年比＋6.8%と、6 四半期連続のプラスとなった。企業業績は底堅い推移が続いている（図表 3-8）。もっとも、今後はエネルギーコストの高止まりや、新規受注の鈍化が圧迫要因になると見込まれる。

資金調達面を見ると、7－9 月期の銀行の貸出基準は、先行きの不確実性の高まりからリスク許容度が低下したことに伴い、厳格化した（図表 3-9）。企業の資金使途に関しては、運転資金への需要が引き続き底堅く、設備投資への需要は 2 四半期連続で減少している。

今後の設備投資は、2023 年前半にかけては ECB の利上げに伴う借入コストの増加や、企業業績の悪化に伴い低迷するとみている。ただ、2024 年は ECB の利下げの効果に加え、米国景気の持ち直しによって外需も回復に向かうことで、徐々に上向く展開を予想する。



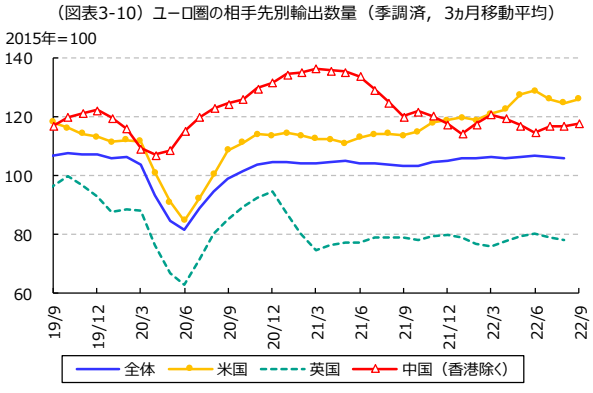
（出所）ファクトセット



（出所）ECB「Bank Lending Survey」

主要輸出相手国の景気失速で輸出は不振が続く

9 月のユーロ圏の輸出金額は前月比＋1.6%と、2 ヵ月連続のプラスとなった。もっとも、輸出数量は横ばい圏での推移が続いている（図表 3-10）。主要相手国別に数量指数を見ると、米国向けの勢いがピークアウトしつつあるほか、英国、中国向けは停滞気味の推移が続いている。



（出所）ファクトセットより明治安田総研作成

今後、輸出は弱含む可能性が高い。中国経済は、3 期目を迎えた習近平政権のもとで、コロナ感染拡大に伴う行動規制が引き続き実施されるほか、不動産市場の低迷が続くと見込まれ、緩慢な回復にとどまる見通しである。米国、英国経済は、FRB や BOE による利上げの影響もあって、いずれも景気後退局面入りを余儀なくされるとみる。

ユーロ圏の輸出は、中国向けが伸び悩むほか、米国、英国向けも低迷が見込まれることから、2023 年後半までは不振が続くと予想する。もっとも、2023 年後半には、FRB が利下げに転じることで、最大の輸出相手である米国景気が次第に持ち直すことから、2024 年以降の輸出は米国中心に再び回復に向かうとみる。

ECB は目先利上げ継続も、2023 年秋口以降に利下げに転じる

ECB は 10 月の政策理事会で、主要政策金利を 0.75%引き上げることを決定した。これで主要政策金利は預金ファシリティ金利が 1.50%、主要リファイナンスオペ金利が 2.00%、限界貸出ファシリティ金利が 2.25%まで引き上げられた（図表 3-11）。

また、民間金融機関への資金供給オペレーションに関して、民間金融機関の借入コストを上昇させるべく、TLTROⅢ（条件付き長期資金供給オペレーション第 3 弾）の適用金利を変更することを決定した。また、3 回分の早期返済日を設定し、満期日より前に資金を返済する機会を提供する。ECB が金融引き締めに移行するなかで、金融政策の伝達経路を阻害しないようにすることが狙いと考える。

今後の利上げ方針については、最新のデータを基に会合毎に政策金利を決めるという方針は従来から変わらないものの、フォワードガイダンスの「今後数回の会合で、需要を抑制し、インフレ期待の持続的な上方シフトを阻止するために金利をさらに引き上げる」との文言を削除し、ECB がより早期に利上げサイクルを終了させる可能性を示唆した。ラガルド総裁は、今後も利上げを進める意向を示すと同時に、景気の下振れリスクと、これまでの利上げの効果が顕在化するまでのタイムラグを考慮に入れると述べている。ユーロ圏景気の先行き不透明感が高まっているほか、預金ファシリティ金利が 1.50%に引き上げられ、2%付近とされる名目中立金利水準にまた一歩近づいていることなどから、ECB のタカ派姿勢はややトーンダウンしたと考える。

（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　：＋1.50%
主要リファイナンスオペ金利　：＋2.00%
限界貸出ファシリティ金利：＋2.25%

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 2022年3月末に終了 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11月23日以降、TLTROⅢ（条件付き長期資金供給オペレーション第3弾）の適用金利を変更
3回分の早期返済日を設定し、民間金融機関が満期日より前に資金を返済する機会を提供

※赤字は10月政策理事会での変更点

（出所）ECB公表資料より明治安田総研作成

ECB は主要政策金利を 2022 年 12 月と 2023 年 2 月に各々0.50%、2023 年 3 月に 0.25%引き上げると予想する。この結果、預金ファシリティ金利は 2.75%、主要リファイナンスオペ金利は 3.25%、限界貸出ファシリティ金利は 3.50%に達すると見込む。また、APP（資産買入れプログラム）で保有する資産の縮小に関する議論を今年 12 月より開始し、来年春先までに再投資を停止、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みる。もっとも、前述のとおり、ユーロ圏景気の後退局面入りが見込まれることから、ECB は 0.25%の利下げを 2023 年秋口以降に 2 回、2024 年に 4 回実施すると予想する。

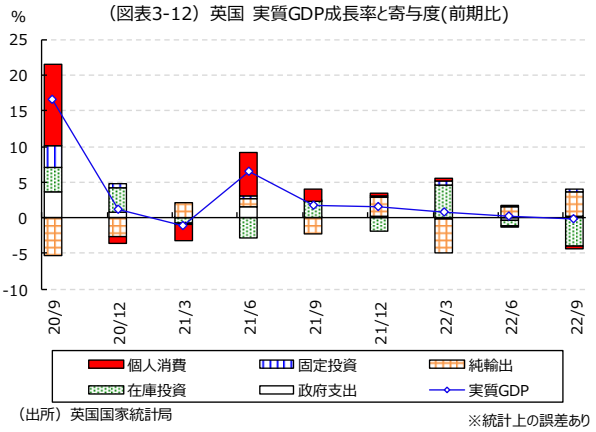
英国景気も後退局面入りへ

英国の7－9月期実質GDP成長率は前期比▲0.2%と、6四半期ぶりにマイナスとなった（図表3-12）。10月のCPIは前年比＋11.1%と、二桁の伸びとなっており、9月の実質小売売上高が前月比▲1.4%と、2ヵ月連続でマイナスとなるなど、物価高が家計や企業活動の重石となっている。個人消費の先行きを占ううえで需要な雇用・所得環境を見ると、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（図表3-13）。家庭用のエネルギー料金の上限を2,500ポンド/年までに抑えるといった光熱費対策がインフレの抑制に寄与するほか、BOE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、高水準の伸びが当面続くと見込まれ、内需の下押し要因になると考える。

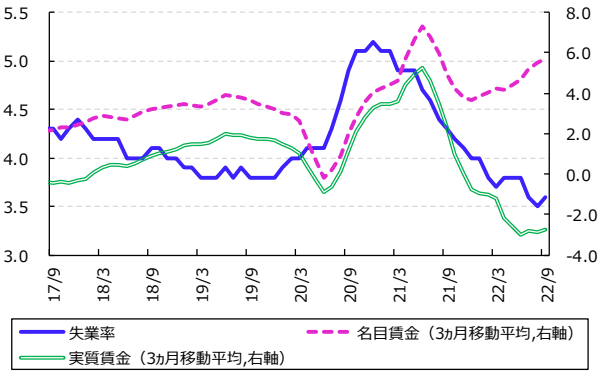
BOEは11月3日開催のMPC（金融政策委員会）で、政策金利であるバンクレートを2.25％から3.00％に引き上げた。政策金利の引き上げは8会合連続となる。APF（資産買入れファシリティ）については、トラス政権時の減税発表に伴う金融市場の混乱に対応するため、国債の売却をいったん延期していたが、11月1日に開始した。保有する国債の残高を、今後12ヵ月で満期償還分と合わせて約800億ポンド減らす方針に変更はないものの、年内に関しては、残存期間が20年以上の銘柄は売却の対象外とした。

（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 失業率と賃金（前年比）の推移



（出所）英国国家統計局

11 月に公表した 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 7－9 月期までに 5.25％まで引き上げられるといった前提で経済見通しが作成されたが、今後の利上げに関するフォワードガイダンスで、「ピークとなる（政策金利の）水準は金融市場で織り込まれているよりは低くなる」との文言が追加されたことを加味すれば、政策金利の引き上げ余地は、高くても残り 2.00％程度ということになる。また、MPR の景気見通しを見ると、2022 年 7－9 月期から 8 四半期連続でマイナス成長が続く予測となっており、景気後退局面入りの可能性が極めて高いと BOE が判断している様子が示唆されている。BOE は、これまでも景気の下振れリスクを考慮しつつ、政策金利を引き上げてきたが、これまでの累積的な利上げの効果も含め、実体経済には今後さらなる下押し圧力がかかることが予想される。政府は、家庭用のエネルギー料金の値上げを凍結する政策の実施期限を来年 3 月までとしているが、当面は、エネルギー価格の高止まりが家計の実質購買力の押し下げ要因になるとみられ、なんらかの形で光熱費対策は延長されるとみている。政府の光熱費対策がインフレの抑制に寄与する点なども踏まえると、政策金利の引き上げペースは減速に向かうと見込む。BOE は 2022 年 12 月、2023 年 2 月に 0.5％ずつ、2023 年 3 月に 0.25％の利上げを実施し、政策金利を 4.25％まで引き上げると予想する。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、0.25％の利下げを 2023 年後半に 2 回、2024 年に 5 回実施すると予想する。国債の売却は 2023 年 11 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、物価高が引き続き内需の抑制要因になるとみる。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 年後半以降、インフレ率の鈍化と BOE の利下げなどによって景気は緩やかながら持ち直すと見込む。（担当：前田）

４．中国経済見通し

＜要　　約＞

中国の 7－9 月期実質 GDP 成長率は前期比＋3.9%と、2 四半期ぶりにプラス成長となった。政府のインフラ投資拡充を背景に、建設業が好調だったほか、上海ロックダウンの解除に伴うペントアップディマンドにより、運輸や宿泊・飲食業がプラスに寄与した。

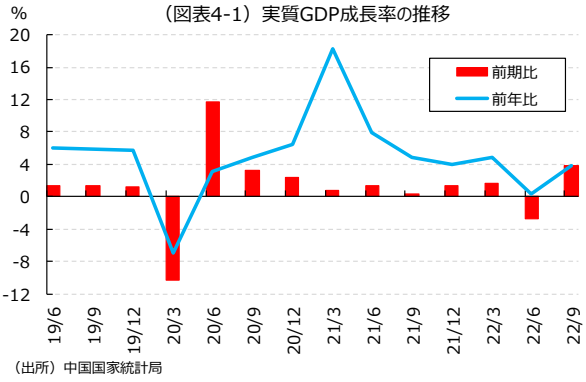
10 月 16 日から開催された第 20 回中国共産党大会閉幕後、習近平総書記の 3 期目入りが正式に決定した。党大会の報告では、「共同富裕」の理念を継続する意向が示されたほか、ゼロコロナ政策の成果が強調された。その後国務院は、新型コロナ感染症対策に関する規制緩和策を打ち出し、これまでの厳格なゼロコロナ政策を見直す姿勢を示したが、足元の感染状況を踏まえれば、規制緩和のペースは緩やかなものにとどまる可能性が高く、景気下押し圧力は当面残存するだろう。

見通し期間中の中国経済は、インフラ投資の拡充や減税などの財政政策に加えて緩和的な金融政策が下支えする一方、世界景気減速に伴う輸出低迷や「共同富裕」、感染拡大に伴う行動規制などが重石となり、景気回復ペースは緩慢なものにとどまると予想する。2023 年の実質 GDP 成長率は前年比＋4.5%、2024 年は同＋5.0%と予想する。

7－9 月期の実質 GDP 成長率は 2 四半期ぶりにプラス

中国の 7－9 月期実質 GDP 成長率は前期比＋3.9%と、2 四半期ぶりにプラス成長となった。4－6 月期は、上海ロックダウンの影響で経済活動がストップしたことにより、同▲2.7%とマイナス成長に陥ったが、6 月にロックダウンが解除されたことで持ち直した形である（図表 4-1）。産業別に見ると、政府のインフラ投資拡充を背景に建設業が好調だったほか、上海ロックダウン解除に伴うペントアップディマンドが顕在化したことで、運輸や宿泊・飲食業の回復がプラスに寄与した。一方、低迷が続く不動産業は、マイナス幅は縮小したものの、引き続き足を引っ張った。

（図表4-1）実質GDP成長率の推移



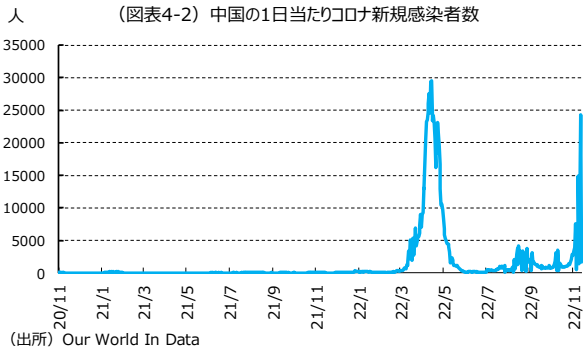
（出所）中国国家統計局

財政・金融政策が景気を下支え、ゼロコロナ政策見直しの可能性

8 月 24 日に開かれた国務院常務会議では、5 月下旬に発表された経済対策パッケージに付随する政策として、各種インフラプロジェクトの推進や、減税・補助金等を含む 19 の施策を実施すると公表した。本政策の目的は、合理的な範囲内で経済を活性化させ、安定させることとしている。李克強首相も、11 月 2 日に開催された上海協力機構の会議で、「政府による経済支援策を推し進め、その効果を顕在化させる」としつつ、「経済の成長ペースは妥当な範囲内で維持する」との方針を示した。継続的な経済支援を行なうものの、大規模な財政政策を打ち出してまでの高成長は目指さない、とのスタンスである。

10月16～22日に開催された第20回中国共産党大会では、習近平総書記がこれまでの振り返りと今後の方針について報告を行なった。その中では、中国共産党の指導の下、現代化された社会主義強国建設に向けて「中国式現代化」を推進することを強調した。2035年までに基本的な実現を目指す「中国式現代化」の全般的な目標のなかには、「経済力や科学技術力、総合国力を大幅に上昇させ、一人当たりのGDPを中進国レベルに押し上げる」と国力増強を目指す内容のほか、格差を是正し、一人当たりの実質可処分所得を押し上げることで中間層拡大を図る「共同富裕」の考えを継続することなどが含まれた。新型コロナ感染症対策については、「「ダイナミックゼロコロナ」を堅持したことで、国民の安全と健康が最大限守られ、感染症対策と経済・社会の発展を両立させるために重要で前向きな成果を残した」と、政策の成果が強調された。

（図表4-2）中国の1日当たりコロナ新規感染者数



（出所）Our World In Data

党大会閉幕後の中央委員会第1回全体会議では、習氏の3期目入りが正式に決定した。最高指導部メンバーは、上海ロックダウンを推進した元上海市トップの李強氏など、習氏の側近達で固められ、習氏の掲げる「共同富裕」やゼロコロナ政策などの方針が一層反映されやすい陣営となった。足元の新型コロナ国内新規感染者数は約2万人と、上海ロックダウンの開始時期以上に感染が拡大しており（図表4-2）、感染が広がる地域では様々な行動規制が敷かれている。11月5日に行なわれた中国国家衛生健康委員会の記者会見では、ゼロコロナ政策の堅持が改めて表明された。

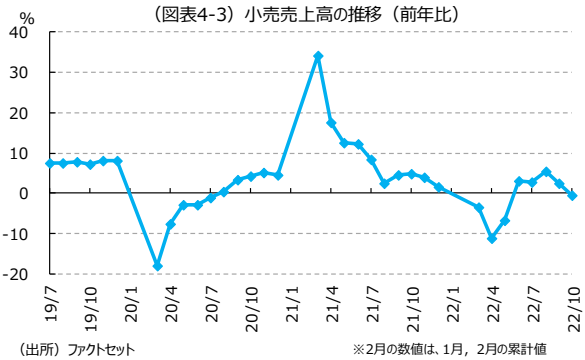
しかしながら、11月11日に国務院は、新型コロナ感染症対策に関する新たな方針を示した。濃厚接触者の隔離日数短縮や感染高リスク地域での検疫体制の縮小、医療設備増強などを含む20の施策を打ち出し、これまでの厳格なゼロコロナ政策からの方向転換を示唆した。とはいえ、足元の感染状況を踏まえれば、今後規制が緩和されるにしてもそのスピードは緩やかなものにとどまる可能性が高く、各種規制による景気下押し圧力は当面残存すると考える。

今後の中国景気は、インフラ投資の拡充や減税などの財政政策に加えて緩和的な金融政策が下支えになる一方、世界景気減速に伴う輸出低迷や「共同富裕」、感染拡大に伴う行動規制などが引き続き重石となり、景気回復ペースは緩慢なものにとどまると予想する。2023年の実質GDP成長率は前年比＋4.5%、2024年は同＋5.0%と予想する。

個人消費は緩やかに回復

10月の小売売上高は前年比▲0.5%と、5ヵ月ぶりにマイナスとなった（図表4-3）。新エネルギー車の購入促進のための減税等が実施されている自動車（同＋3.9%）や、医薬品（同＋8.9%）の売上が増加した一方、不動産市場の悪化により、建築材（同▲8.7%）や家具（同▲6.6%）などの売上が減少した。四川省成都市では、9月に約2週間にわたって大規模なロックダウンが実施されたほか、11月以降も広東省広州市や河南省鄭州市等での感染拡大を受けて規制が強化されるなど、ゼロコロナ政策に伴う行動規制が個人消費

（図表4-3）小売売上高の推移（前年比）

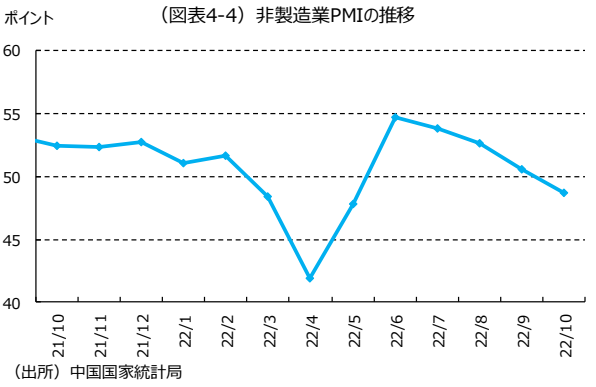


（出所）ファクトセット　※2月の数値は、1月，2月の累計値

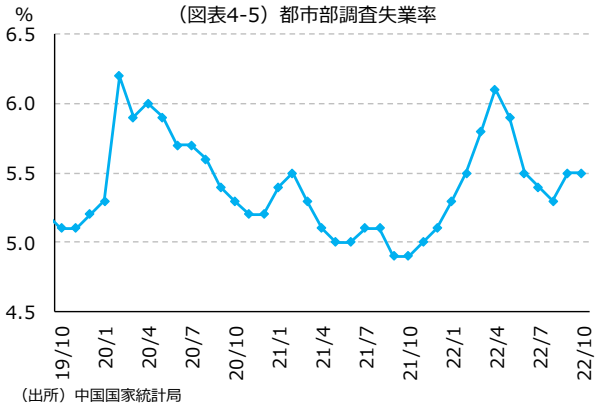
を下押しする状況が続いている。また、10 月は共産党大会の開催に伴い、各種行動制限が強化されたことで、国慶節の大型連休中の個人消費が抑制されたことも影響した可能性が高い。中国国家統計局が公表した非製造業 PMI（企業購買担当者景気指数）を見ると、10 月は 48.7 と、好不況の境目である 50 を 5 ヵ月ぶりに下回った（図表 4-4）。

個人消費の先行きを見通すうえで重要な雇用環境を見ると、10 月の都市部調査失業率は 5.5%と、今年の政府の失業率目標である「5.5%以下」の水準を満たす推移が続いている（図表 4-5）。ただ、若年層（16～24 歳）の失業率は、大卒者の増加に伴う労働供給の高まりを背景に、大卒者の内定率が悪化したことなどから、7 月に 19.9%と過去最悪を記録し、10 月も 17.9%と高止まりが続いている。そうしたなか、政府は未就職の大卒者向けに補助金支給や就業支援を実施しているほか、農民工や貧困層に対しては技能訓練の強化なども行なっており、今後の雇用環境は改善基調で推移するとみる。

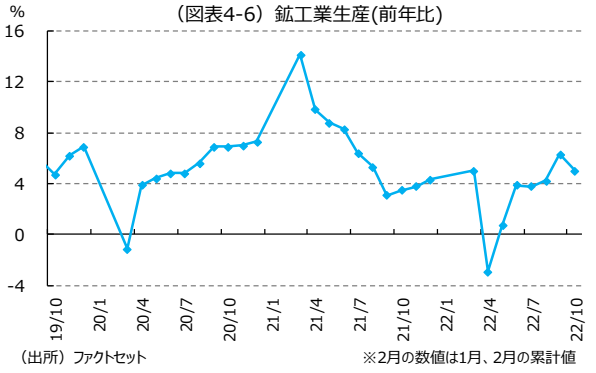
政府はゼロコロナ政策で落ち込んだ個人消費を回復させるため、省エネ家電や宿泊・飲食施設を対象にした消費券を配布するなどの消費促進策を実行している。10 月 26 日開催の国務院常務会議では、消費拡大に向けた政策の展開と加速を図るほか、雇用安定に向けた補助金などの施策を徹底するとの方針が改めて示された。今後の個人消費は、感染拡大に伴う行動規制が当面は重石となるものの、政府の消費促進策や雇用支援策により、緩やかな回復基調で推移すると予想する。



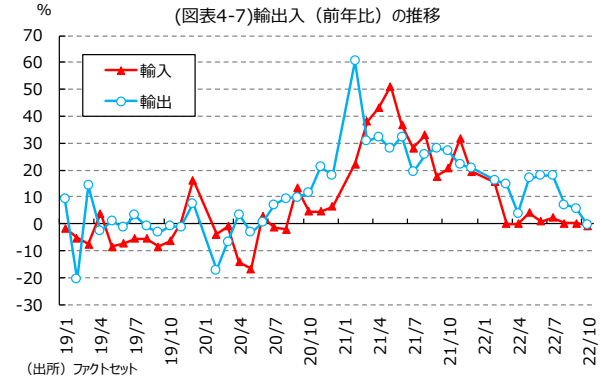
（図表4-4）非製造業PMIの推移
（出所）中国国家統計局



（図表4-5）都市部調査失業率
（出所）中国国家統計局



（図表4-6）鉱工業生産(前年比)
（出所）ファクトセット
※2月の数値は1月、2月の累計値



(図表4-7)輸出入（前年比）の推移
（出所）ファクトセット

生産活動は持ち直し

10 月の鉱工業生産は前年比＋5.0%と、前月の同＋6.3%から伸びが鈍化した（図表 4-6）。品目別に見ると、政府によるインフラ投資拡充を背景に、粗鋼（同＋11.0%）や鉄鋼（同＋11.3%）の伸びが目立ったほか、新エネルギー車の購入促進策の効果などにより、自動車（同＋8.6%）が生産を伸ばした。一方、主要輸出品である集積回路（同▲26.7%）や、マイコン機器（同▲16.6%）などの生産は軟調だった。貿易統計

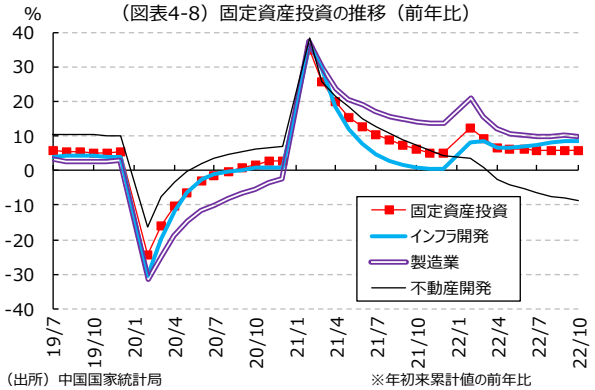
を見ると、輸出額の伸びは、7 月（同＋17.8%）以降、鈍化傾向にある（図表 4-7）。米国をはじめとする世界景気減速の影響を受けている可能性が高い。また、8 月末から 9 月上旬にかけて、「中国のシリコンバレー」と呼ばれる広東省深セン市や、遼寧省大連市などの都市部でロックダウンが実施されるなど、ゼロコロナ政策による行動規制も生産活動の足を引っ張ったとみられる。

今後については、外需の減速のほか、新型コロナ感染拡大に伴う行動規制が当面の下押し要因として残存するものの、政府が景気下支えのためにインフラ投資支援や減税策などを継続する見込みであることから、生産活動は徐々に持ち直すと予想する。

固定資産投資は不動産開発投資が重石に

1－10 月期の固定資産投資（年初来累計）は前年比＋5.8%と、政府の支援を背景としたインフラ開発投資（同＋8.7%）が下支え役となり、底堅く推移している（図表 4-8）。政府は、各地で大型のインフラ投資プロジェクトを立ち上げているほか、新たに農村部のインフラ近代化計画などを発表しており、今後もインフラ開発投資は拡大傾向で推移するとみられる。

（図表4-8）固定資産投資の推移（前年比）



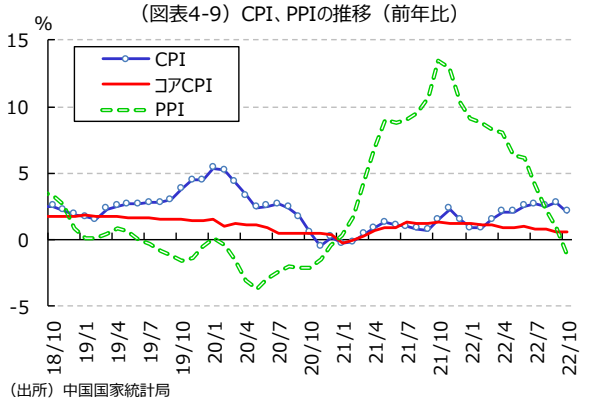
（出所）中国国家統計局　※年初来累計値の前年比

一方、不動産開発投資は同▲8.8%と、悪化が続いている。政府による不動産規制を発端に、開発事業者の債務問題や未完成物件の増加が続いており、不動産市場は回復の兆しが見えていない。10 月の新築住宅価格は前年比▲2.4%と、2015 年 9 月以来で最大のマイナス幅となった。都市別に見ても、主要 70 都市のうち 58 都市で前月から下落しており、下落数も増加基調で推移している。PBOC（中国人民銀行）は、8 月に事実上の政策金利である 1 年物・5 年物の LPR（ローンプライムレート）を引き下げたほか、10 月にも未完成住宅開発プロジェクトへ約 2,000 億元の融資計画を公表するなど、不動産市場を支援する動きもみせている。しかしながら、「共同富裕」の理念のもとで、政府が 3 つのレッドラインなどの不動産規制を大きく見直す可能性は低い。今後の固定資産投資は、インフラ開発投資が牽引役となるものの、不動産開発投資の低迷により、緩慢な伸びにとどまると予想する。

金融政策は緩和的なスタンスを維持

10 月の CPI（消費者物価指数）は、前年比＋2.1%と、伸び幅は前月から鈍化した（図表 4-9）。食料やエネルギーを除いたコア CPI は同＋0.6%とさらに低い伸びにとどまっているほか、川上の物価を示す PPI（生産者物価指数）の伸びも鈍化傾向にある。PBOC は 8 月に 1 年物・5 年物 LPR を引き下げて以降、様子見を続けているが、急ピッチで金融引き締めを続ける米国との金利差は広がり続けており、10 月には約 15 年ぶりの水準まで元安ドル高が進行、資金流出への警戒感が一段と高まっている。ただ、不動産バブルの再燃を招く恐れがある追加金融緩和のハードルは依然として

（図表4-9）CPI、PPIの推移（前年比）



（出所）中国国家統計局

高い。PBOC の易総裁は 10 月 28 日、全国人民代表大会常務委員会に向けた報告書のなかで、「人民元の基本的安定を維持する」としたうえで、「流動性を適度に維持し、実体経済への信用支援を拡大する」との考えを示した。落ち込む不動産市場、新型コロナ感染拡大に伴う行動規制、世界景気減速等、中国経済への逆風は強く、PBOC は金融緩和スタンスを維持するとみるが、支援する対象や分野を絞った貸出優遇措置など、あくまでも景気を下支えする程度の政策にとどまると予想する。（担当：木村）

５．豪州経済見通し

＜要　　約＞

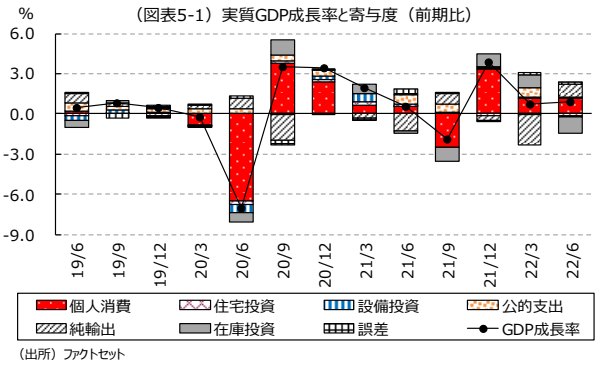
豪州の 7－9 月期実質 GDP 成長率は、雇用環境の改善や健全な家計のバランスシートなどを背景に個人消費が堅調に推移したことで、プラス成長を維持したと予想する。

見通し期間の豪州景気は回復トレンドが続くとみる。個人消費は、物価高が下押し要因になるとみられるものの、堅調な雇用環境や政府の物価高対策による効果が下支え役となり、底堅い推移を予想する。また、ロシアのウクライナ侵攻に伴う資源・穀物への代替需要が引き続き見込まれるほか、外国人観光客の増加によるインバウンド需要の回復で、輸出は緩やかな増加基調をたどると見込む。2023 年の実質 GDP 成長率は前年比＋2.0%、2024 年も同＋2.0%と予想する。

7－9 月期実質 GDP 成長率はプラスを予想

豪州の 4－6 月期実質 GDP 成長率は前期比＋0.9%と、3 四半期連続でプラスとなった（図表 5-1）。コロナ感染拡大に伴う行動規制が緩和され、飲食・宿泊など対面サービス業を中心に個人消費が回復したほか、輸出が鉱物資源を牽引役に増加したことが寄与した。

7－9 月期についても、雇用環境の改善や、健全な家計のバランスシートを背景に、個人消費が堅調に推移したとみられることから、プラス成長を予想する。



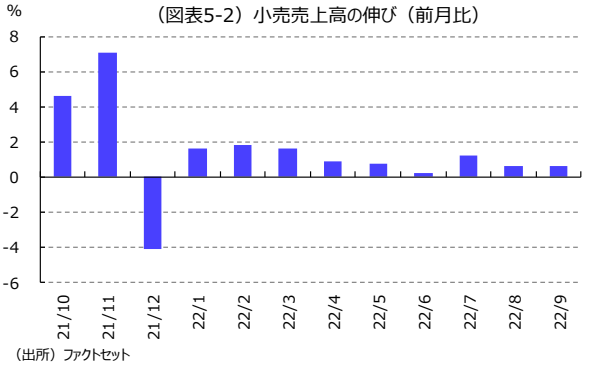
（図表5-1）実質GDP成長率と寄与度（前期比）
（出所）ファクトセット

個人消費は底堅く推移すると予想

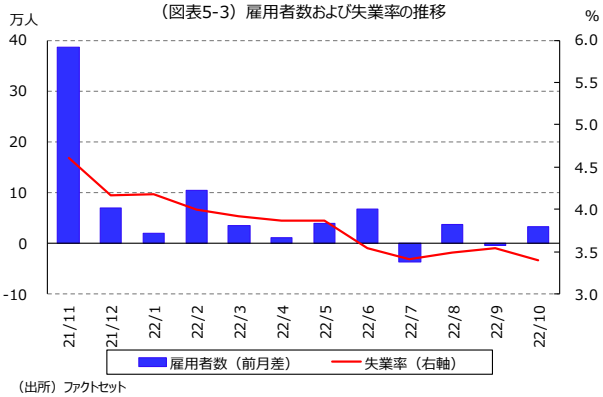
豪州の 9 月の小売売上高は前月比＋0.6%と、9 ヵ月連続でプラスとなった（図表 5-2）。外食や衣類の売上が増加しており、足元の個人消費は堅調に推移している。

個人消費の先行きを見通すうえで重要な雇用環境を見ると、10 月の失業率は 3.4%と、ここ数ヵ月は歴史的な低水準で推移している（図表 5-3）。また、労働参加率が改善傾向をたどるなか、雇用者数も前月から＋3.2 万人増加するなど、足元の雇用環境は良好である。豪州では資源産業を中心とした交易条件の改善などを背景に、企業収益の回復が見込まれるため、今後も雇用環境は堅調に推移するとみる。

一方、豪州の 7－9 月期の CPI（消費者物価指数）は



（図表5-2）小売売上高の伸び（前月比）
（出所）ファクトセット



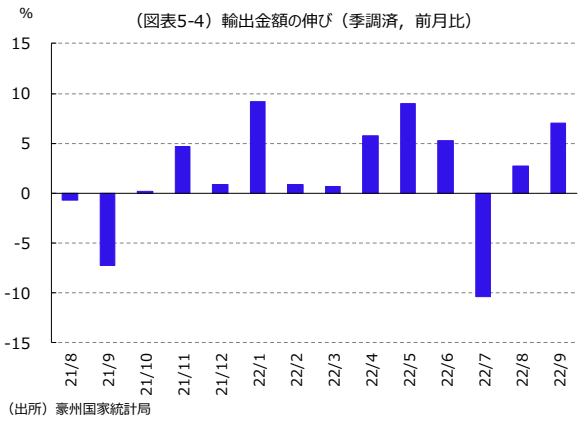
（図表5-3）雇用者数および失業率の推移
（出所）ファクトセット

前年同期比＋7.3%と、約 30 年ぶりの高い伸びを記録し、物価高が個人消費を下押しする状態が続いている。もっとも、豪州政府は 10 月 25 日に公表した 2022－2023 年度予算案で、保育料の補助金増額や、医薬品の自己負担額軽減、住宅供給支援策などをメニューに盛り込み、物価高対策を講じる方針を示した。

今後の個人消費は、物価高が下押し圧力となるものの、堅調な雇用環境と政府の物価高対策の効果に下支えされ、底堅い推移を予想する。

輸出は緩やかな回復が続く

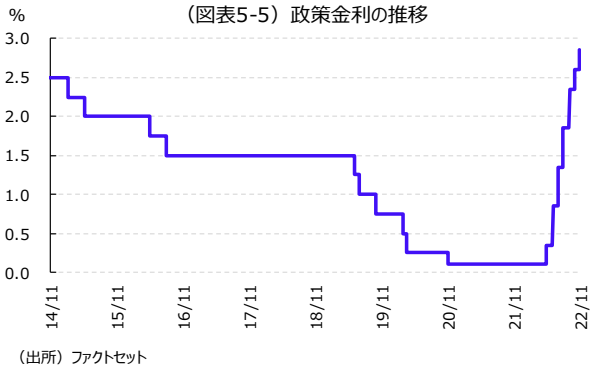
9 月の豪州の輸出金額は、季調済前月比で＋7.0%と、2 ヵ月連続のプラスとなった（図表 5-4）。内訳を見ると、ロシアのウクライナ侵攻に伴う代替需要などにより、資源・穀物の輸出が増加した。最大の輸出相手国である中国向けは、都市部の大規模ロックダウン等の影響で足元では伸び悩んでいる。ただ、今後の中国景気は、コロナ感染拡大に伴う行動規制などが引き続き下押し圧力になるものの、政府の財政・金融政策による下支えもあって、緩慢ながらも回復傾向が続くと見込まれる。加えて、豪州では、水際対策の緩和で外国人観光客数が増加しており、インバウンド需要の回復がサービス輸出の増加に寄与するとみられる。今後の輸出は、中国向けが増加基調をたどることに加え、ウクライナ問題の長期化による資源・穀物の代替需要や、インバウンド需要の回復が押し上げ要因となり、緩やかな増加傾向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、11 月 1 日開催の金融政策委員会で 0.25%の利上げを決め、政策金利を 2.60%から 2.85%に引き上げた（図表 5-5）。利上げは 7 会合連続となった。

声明文では、低調な推移が続く住宅市場に関して「利上げの完全な効果は、住宅ローンの支払等にはまだ現れていない」と、今後、住宅市場が一段と下押しされる可能性を示唆したほか、個人消費への影響についても警戒感を示した。ただ、「インフレ率は非常に高い」との認識は変わらず、「今後さらなる利上げが必要になると予想している」と、追加利上げを行なう方針を示した。RBA のインフレ率見通しは、2022 年内に約 8%でピークをつけた後、2024 年にかけて 3%台まで低下することを中心シナリオとしている。当研究所では、RBA がインフレ率を目標の 2～3%まで収束させるため、2022 年に 3.10%、2023 年に 3.60%まで政策金利を引き上げるとみる。



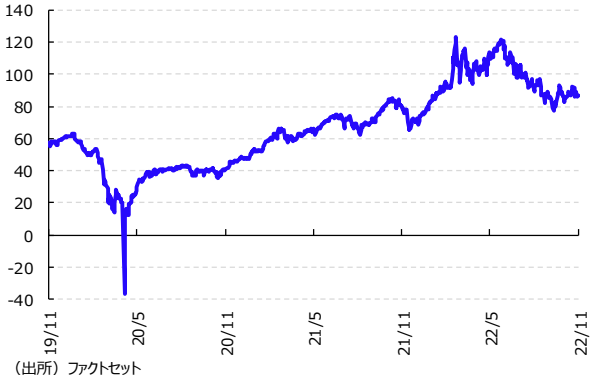
見通し期間の豪州景気は、個人消費が底堅く推移するほか、輸出も緩やかな増加基調をたどると見込まれることから、回復トレンドが続くとみる。2023 年の実質 GDP 成長率は前年比＋2.0%、2024 年も同＋2.0%と予想する。（担当：木村）

６．原油相場見通し

足元の原油価格は 80 ドル/バレル台で推移

2022 年の 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、年前半、ロシアのウクライナ侵攻によって供給不安が台頭したことなどから上昇し、一時は 120 ドル/バレルを上回った（図表 6-1）。その後は、FRB の積極的な利上げによって、米国景気の先行きに対する不透明感が高まったことなどから低下基調となり、足元では 80 ドル/バレル台で推移している。

（図表6-1）WTI原油先物価格の推移



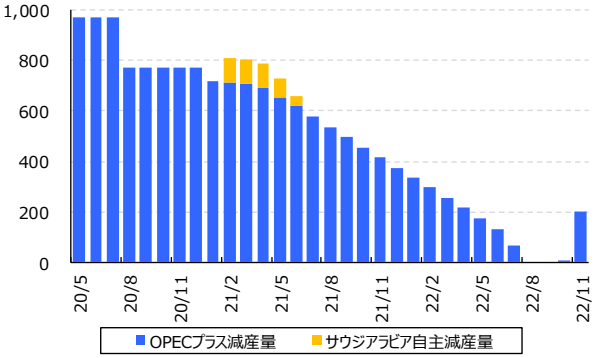
（出所）ファクトセット

先行きの原油需要に関しては、世界の原油消費量の 4 割弱（2021 年）を占める米国と中国の景気動向がカギを握る。米国では、FRB が少なくとも年内は速いペースで利上げを進める可能性が高く、これまでの累積的な利上げの効果も含め、実体経済にさらなる下押し圧力がかかることが予想される。中国では、3 期目を迎えた習政権で、コロナ感染拡大に伴う行動規制が引き続き実施されるほか、「共同富裕」のスローガンのもと、不動産や IT を中心とする企業への締め付けが引き続き行なわれるとみられ、景気は低空飛行が続くと見込まれる。米中景気の低迷により、当面の原油需要は停滞気味の推移となる可能性が高い。もっとも、2023 年末以降は、FRB が利下げに転じることで、米国景気が持ち直すことから、原油需要は米国中心に再び回復に向かうと予想する。

OPEC プラスが減産幅を拡大し続けるのは難しい

供給面では、OPEC プラスの動向に左右される展開が続きそうである。OPEC プラスは、原油価格がサウジアラビアや UAE など、OPEC 主要国の財政を均衡させるために必要とされる水準（70 ドル/バレル後半）を割り込む可能性が出てきたことなどもあって、10 月の会合で 11 月からの生産量を 200 万バレル/日減らすことを決めた（図表 6-2）。

（図表6-2）OPECプラスの生産調整



※22年9月は10万バレル/日の増産
（出所）各種報道資料、OPEC公表資料より明治安田総研作成

今後、OPEC プラスがさらなる減産を決めることも考えられるが、減産幅の拡大による価格上昇で、財政状況の改善を図りたい加盟国と、原油需要の減少を懸念する加盟国との間で次第に意見対立が生じることが想定される。全会一致を基本とする OPEC プラスのルールが障害となることから、来年以降も減産幅を拡大し続けることは難しいとみる。

ロシア産原油の供給減少は小幅にとどまると予想

IEA（国際エネルギー機関）によれば、10 月のロシアの原油輸出量は 770 万バレル/日と、ウクライナ侵攻前と比べて 30 万バレル/日ほど少ない水準となっている。もっとも、ウクライナ侵攻直後には、欧米諸国の経済制裁の影響などで約 150 万バレル/日減少する可能性が指摘されていたことを考えれば、減少

幅は限定的なものにとどまっている。

EU は、ロシア産原油について、10 月に価格上限を設定することを決めたほか、価格上限を上回る EU 域外向け原油輸送に対しても海上輸送手段の提供を原則禁止するなど、制裁を強化している。ただ、ウクライナ侵攻に起因する経済制裁に参加していない中国やインドが、今後もロシア産原油の買い手となり続けることが予想される。中国とインドはいずれもウクライナでの戦闘に関しては中立的な立場を維持しているが、ロシアとの経済的な結びつきは依然として強いとみられ、ロシア産原油の価格に優位性がある限り、輸入を縮小することは考えにくい。今後もロシアの原油生産、輸出の減少は小幅にとどまると見込む。

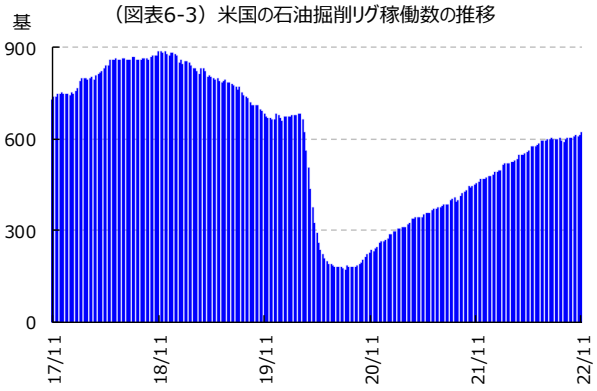
米国シェールオイルの生産本格化には時間がかかる

足元の米国の原油生産量は 1,200 万バレル/日近辺と、コロナ前のピーク水準をまだ 100 万バレル/日ほど下回っている。

シェールオイルの開発動向を見ると、リグ稼働数は持ち直し傾向が続いているものの、増勢は頭打ちとなっている（図表 6-3）。原油価格が高水準で推移していることから収益環境は改善しつつあるものの、バイデン政権による脱炭素化の推進や、株主還元優先などの投資規律が引き続き新規投資の足枷となっている。また、ダラス連銀のアンケート調査によれば、人手不足の問題に加え、シェール開発企業が必要とする部品が届くまでの納期が長期化しているほか、探索・開発コストも高止まりが続いている（図表 6-4）。

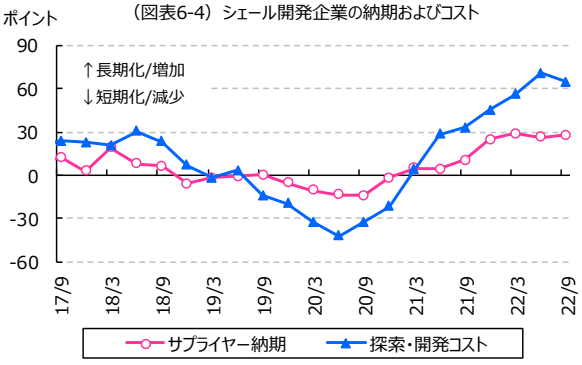
米国では景気後退が見込まれるなど、先行きの不確実性も高まっており、シェールオイルの生産本格化にはしばらく時間がかかるとみる。

（図表6-3）米国の石油掘削リグ稼働数の推移



（出所）ベーカーヒューズ

（図表6-4）シェール開発企業の納期およびコスト



（出所）ダラス連銀公表資料より明治安田総研作成

原油価格は目先高止まりも、2023 年末に向けて低下

2023 年前半までの原油価格は、11 月からの OPEC プラスの減産や、米国の原油生産回復の遅れなどにより需要超過に転じると見込まれることから、80－100 ドル/バレルのレンジで高止まりするとみる。もっとも、ロシア産原油の供給が今以上に落ち込むことは考えにくいほか、OPEC プラスの減産幅拡大には限界があるとみられることから、その後は 2023 年末にかけて 70 ドル台前半まで低下すると予想する。2024 年は、米国景気の持ち直しで原油需要が緩やかな回復軌道に復すると見込まれ、70－95 ドル/バレル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