

# Overview

## 景気は良いのか悪いのか

---

大和総研 経済調査部長 山崎 加津子

### 世界

IMF が 4 月 19 日に公表した世界経済の 2022 年の成長率予想は+3.6%と 1 月時点の予想から 0.8%pt 下方修正された。わずか 3 カ月で大幅下方修正となった原因は、当然ながらロシアのウクライナ侵攻と西側諸国による対ロシア経済制裁によって資源価格が高騰し、インフレ圧力が一段と強まり、供給網が大きく混乱していることである。加えて、中国の上海市のロックダウンなど、新型コロナウイルス感染拡大に伴う経済活動の停滞も下方修正の一因である。ロシアとウクライナの戦争の先行きを予想することは難しく、対ロシア制裁は長期化が必至である。また、中国のゼロコロナ政策は少なくとも短期的には一段の景気下押し要因となり得る。一方で、多くの国はコロナ抑制と経済再開の両立を目指し、ワクチン接種進展などを背景に規制解除を進めている。コスト高や供給網混乱が重石となりやすい製造業と、規制解除の恩恵を受けるサービス業が綱引きする状況にあり、米国で予想される利上げ加速は需要が強いからこそである。

### 日本

2022 年 1-3 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率▲0.6%と推計される。4-6 月期は経済活動の正常化が進むものの、資源高と円安が重石となるだろう。足元で進む円安は、ウクライナ情勢の緊迫化と感染拡大でプラスの効果が発現しにくくなっているため、マイナスの影響がプラスのそれを上回る「悪い円安」といえる。日本は資源高に脆弱な経済構造で、賃金面からの物価上昇圧力が弱い。コア CPI 上昇率は今後のピーク時でも前年比+2%程度にとどまり、2023 年 1-3 月期にかけて小幅に減速する見込みである。マイナスの需給ギャップのもとで物価が上昇しており、典型的なコストプッシュ型のインフレといえる。一方、米国のインフレはディマンドプル側面も大きく、資源高は海外からの所得流入をもたらす、賃金面からの物価上昇圧力は感染拡大後に一段と高まった。期待インフレ率の上昇と需要の過熱を抑制する必要性が大きい。日米のインフレの特徴を踏まえると、日本銀行は現在の金融緩和策を継続し、FRB は金融引き締めを積極化する必要がある。日米金融政策の方向性の違いが円安ドル高圧力をもたらす構図は当面の間は続きそうであり、為替レートの変動が両国経済にもたらす影響には引き続き注意が必要だ。

### 米国

10 年-2 年米国債利回りスプレッドが 4 月初めに逆イールド化し、景気後退懸念が強まったのも束の間、足下では逆イールドが解消している。金融政策の不確実性が低下するとともに、实体经济の力強さが景気後退懸念を和らげたといえる。他方で、物価上昇圧力は高いままであり、景気が堅調なことも相まって、FRB の更なるタカ派化の可能性は残る。5・6 月の FOMC でそれぞれ 0.5%pt ずつ利上げすることは既に市場でも織り込み済みである。しかし、足下では、7・9 月の FOMC でも 0.5%ずつ利上げが実施される可能性が取りざたされている。FRB が金融引き締めを急ぐ背景には、景気の減速や中間選挙、新型コロナウイルスの感染拡大の可能性など 10-12 月の利上げのしにくさが挙げられる。目先は、5・6 月の FOMC における 0.5%pt の利上げやバランス

シート縮小 (QT) の開始が最注目であるわけだが、とりわけ 2022 年後半の米国経済の先行きを占うという意味でも、7・9 月の FOMC でも急ピッチでの利上げが継続する可能性や、中立金利に到達した後の FRB のスタンス転換の可能性も併せて確認していく必要があるだろう。

## 欧州

ロシアのウクライナ侵攻のマイナスの影響を強く受ける地域の一つが欧州である点に大きな議論はないだろう。企業や家計の活動の糧であるエネルギーのロシア依存度の高さから、欧州の経済成長はロシア (つまりプーチン大統領) の動向に大きく左右される。欧州はこの濃密な関係から脱却しようと模索し始めているが、時間とお金を要するその道程は容易ではないだろう。ECB は、純資産買入れの終了後しばらくしてから利上げを開始する方針を示している。今後の“データ次第”という姿勢を強調しているが、直近 3 月のインフレ率は前年比 +7.5% と ECB の想定 (同 +5.6%) を上回っている。ウクライナ問題の影響次第ではあるが、欧州経済が景気後退に直面しない限り、ECB が年末に利上げに踏み切る公算が大きくなっている。ロシアに対する経済制裁に関しては、その解除の見通しは相当な不確実性を伴う。何をもって欧米が制裁を段階的にでも緩和していくかは不透明であり、何よりロシアのプーチン大統領が“作戦 (紛争)” 継続の意志を明確にしていることから、早期に制裁解除の環境が整う確率は低いと考えられる。

## 中国

中国国家统计局によると、2022 年 1 月～3 月の実質 GDP 成長率は前年同期比 4.8% (以下、変化率は前年比、前年同期比) となり、2020 年と 2021 年の 2 年平均である 5.1% を下回った。中国経済の行方について、ゼロコロナ政策は今後、一層厳格に実施されるため、短期的には景気下押し要因になる。その一方で、大半の都市で早期の抑え込みが可能となることで、経済活動の再開も早くなると想定している。新型コロナウイルス感染症の感染拡大が抑制され、2022 年後半に中国経済は加速する、というのがメインシナリオである。政府成長率目標である 5.5% 前後の達成は難しいが、5.1% 程度の実質成長となろう。一方で、ロックダウン (都市封鎖) を余儀なくされる都市が相当程度存在し続けるのが、リスクシナリオである。仮に中国経済の 5% 程度が、1 年間壊滅的な悪影響 (成長率は▲40%) を受ける場合、中国の成長率は 2% ポイント程度押し下げられることになる。新型コロナウイルス感染症の厄介な特徴と、中国政府のゼロコロナ政策への固執を考えると、その可能性はゼロではないだけに、今後の動向に注意をしたい。

### 主要国実質 GDP 見通し<要約表>

|      | (%)   |      |       | (前年比%) |      |      |       |       |              |       |       |       |
|------|-------|------|-------|--------|------|------|-------|-------|--------------|-------|-------|-------|
|      | 2021年 |      |       | 2022年  |      |      |       | 2023年 | 2020年        | 2021年 | 2022年 | 2023年 |
|      | 4-6   | 7-9  | 10-12 | 1-3    | 4-6  | 7-9  | 10-12 | 1-3   | (日本及びインドは年度) |       |       |       |
| 日本   | 2.4   | -2.8 | 4.6   | -0.2   | 7.0  | 5.0  | 2.8   | 1.6   | -4.5         | 2.3   | 3.5   | 1.9   |
| 米国   | 6.7   | 2.3  | 6.9   | 1.3    | 3.4  | 2.6  | 2.2   | 2.0   | -3.4         | 5.7   | 3.4   | 2.1   |
| ユーロ圏 | 9.1   | 9.3  | 1.0   | 1.1    | 1.6  | 3.1  | 3.2   | 2.5   | -6.4         | 5.3   | 3.0   | 2.4   |
| 英国   | 24.1  | 3.8  | 5.2   | 3.2    | 0.1  | 0.6  | 1.1   | 1.1   | -9.3         | 7.4   | 3.7   | 1.2   |
| 中国   | 7.9   | 4.9  | 4.0   | 4.8    | 4.2  | 5.3  | 5.8   | 5.2   | 2.2          | 8.1   | 5.1   | 5.0   |
| ブラジル | 12.3  | 4.0  | 1.6   | N.A.   | N.A. | N.A. | N.A.  | N.A.  | -3.9         | 4.6   | 1.0   | 2.1   |
| インド  | 20.3  | 8.5  | 5.4   | N.A.   | N.A. | N.A. | N.A.  | N.A.  | -6.6         | 9.1   | 7.3   | 7.0   |
| ロシア  | 10.5  | 4.0  | 5.0   | N.A.   | N.A. | N.A. | N.A.  | N.A.  | -2.7         | 4.7   | -8.5  | 0.8   |

(注1) グレー部分は予想値、それ以外は実績値。四半期伸び率は、中国、ブラジル、インド、ロシアは前年比、それ以外は前期比年率。

(注2) 日本の予想は3/9公表の第212回日本経済予測改訂版に基づく。2022年1-3月期、4-6月期は現時点でそれぞれ-0.6%、+6.6%と推計。

(出所) 各種統計より大和総研作成