

Overview

インフレ抑制と成長維持の両立の難しさ

大和総研 経済調査部長 山崎 加津子

世界

インフレ率は経済の健康状態を知る重要な手がかりの一つである。高すぎても低すぎても問題が生じるところは体温と似ている。そのインフレ率が「平熱」を大きく上回っている米欧では、昨年12月に英国BOEが、今年3月には米国FRBが利上げに踏み切り、その後も継続的に政策金利を引き上げている。また、ラガルドECB総裁も7月の利上げ開始を強く示唆する発言を行い、従来の慎重スタンスを修正した。これに対して、日本のインフレ率は4月に前年比+2.1%と日本銀行が目標とする+2%を久々に上回ったが、資源価格高騰と円安を原因とするコストプッシュインフレで、米英のような賃金上昇を伴った物価上昇ではいまのところない。日銀は緩和政策を継続すると予想される。いずれの中央銀行も「平熱」のインフレ率を目指し、その実現を担保する適度な経済成長を望んでいるが、新型コロナウイルス感染症やロシアによるウクライナ侵攻など中央銀行の政策では如何ともし難い要因が非常に多い昨今、悩みは深い。

日本

海外経済見通しの悪化を受け、日本の経済見通しを下方修正した。当社のメインシナリオでは、新型コロナウイルスワクチン追加接種の効果や経口治療薬の普及などもあって経済活動の正常化が進展するとの想定の下、実質GDP成長率は2022年度+2.9%、2023年度+1.9%と見込む。ただし、ウクライナ危機や感染状況、米国の金融政策、中国経済の停滞などにより景気が下振れするリスクは大きい。2022年度は国内のサービス消費やインバウンド消費の回復余地、自動車の増産余地の大きさなどから、資源高の中でも景気回復が継続する見通しである。サービス消費が消費増税前の2019年7-9月期の水準まで回復すると、増加額は年率換算で10兆円程度（インバウンド消費分を除くと同7.6兆円程度）に上る。また、国内の乗用車の繰越需要は2022年4月末で1.5兆円程度と試算される。通常の経済状況では、円安は日本経済にネットでプラスの影響を及ぼすとみられる。だが、円安がもたらすプラスの影響はウクライナ問題と感染拡大などによって発現しにくくなっている。こうした状況下で4-6月期以降の為替が1-3月期から10%の円安ドル高で推移する場合、2022年度の実質GDPへの影響は▲0.05%程度と推計される。

米国

米国の主要株価指数は下落局面が続いている。高インフレが続く中で、FRBによる金融引き締めが大掛かりになり、景気を急激に冷やすとの思惑が強まったことが株価下落の背景にある。株式市場は、FRBの金融引き締めに対する前のめりの姿勢や需要抑制に対する意志の強さを受け、先行きの景気後退に身構えているといえる。しかし、景気後退を現時点で確信するのは尚早だろう。主要な経済指標は堅調で景気後退に対しては一定のバッファがある。FRBのタカ派的な見解が目につきやすい一方で、景気後退懸念をけん制しようとする声も聞こえるようになってきた。インフレに関しても、コアCPIやPCEを中心に減速傾向が見られている。景気変動を増幅させる金融の不安定性に関しても、2000年代初頭のドットコム・バブルや2000年代後半の不動

産バブルに代表される過去の過熱時と比べても抑制されている。仮に景気後退に陥るとすれば、上に挙げた安心材料が全面的に覆される、リスクシナリオという位置づけである。例えば、インフレが今後もさらに加速し、利上げが中立金利を大幅に上回るまで行われることや、現時点で認識されていない金融の不安定性が高まることなどが挙げられよう。

欧州

ロシアのウクライナ侵攻から 3 カ月が経過したが収束の目途は立たず、欧州景気を下押ししている。ウクライナ侵攻という大きな不確実性を伴うショックに加え、エネルギーや食料品など生活必需品を中心に価格が高騰したことが、個人消費を一段と押し下げた。また、ウクライナ侵攻によって供給サイドのボトルネック解消が阻害され、資源価格の上昇とあいまって企業活動を鈍らせた。EU の脱ロシアに向けた取り組みは、総論では一致するものの、各論（個別の国）では停滞する状況も生じている。特に、エネルギー等、企業活動・国民生活に直接的な影響を及ぼす事柄になると、国内世論に左右される民主主義国家の指導者・政治家は、行動が鈍くなる。また、多国間協議では、全会一致の必要性を盾に取って、自国に有利な条件を引き出そうとする老獪な政治家も見られ、協議が進まない。停滞感が強まる中で、想定を大幅に上回る高インフレに対して ECB や BOE は忙しく動いているが、先行して利上げに動いた BOE は 2023 年のマイナス成長の可能性に言及し、インフレ対応と成長維持の両立の難しさを体現している。

中国

2022 年 4 月の中国経済は失速した。新型コロナウイルス感染症の感染爆発が起きた上海市は、3 月 28 日から 1 カ月半以上にわたり厳格なロックダウン（都市封鎖）を実施した。今後の中国経済については、感染拡大抑制と、ロックダウンの早期解除の成否が鍵を握る。この点で、感染爆発の起きた上海市で収束が見通せるようになったのは朗報である。2022 年 1 月～3 月の実質 GDP 成長率は前年同期比 4.8% となったが、4 月～6 月は同 2.0% 程度に落ち込むと予想している。4 月が最悪期であり、5 月にやや上向き、回復が本格化するのには 6 月以降との想定である。感染拡大が収束すれば、財政・金融によるサポートに加え、自動車購入に対する補助金政策の発動など政策の総動員が想定され、年後半は同 5% 以上の実質成長が期待できる。ただし、4 月～6 月の落ち込みは大和総研の想定以上であり、2022 年の成長率見通しを従来の 5.1% 程度から 4.5% 程度に引き下げる。政府成長率目標である 5.5% 前後の達成は至難ということになる。

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
	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	（日本及びインドは年度）			
日本	-2.9	3.8	-1.0	4.3	7.0	2.6	1.7	1.4	-4.5	2.1	2.9	1.9
米国	2.3	6.9	-1.4	3.2	2.5	2.0	1.8	1.7	-3.4	5.7	2.6	2.0
ユーロ圏	9.3	1.2	1.1	0.5	2.4	3.3	2.7	2.2	-6.4	5.4	2.8	2.4
英国	3.8	5.2	3.0	0.3	1.6	-1.7	3.6	-0.9	-9.3	7.4	3.7	0.9
中国	4.9	4.0	4.8	2.0	5.1	5.8	5.2	7.0	2.2	8.1	4.5	5.4
ブラジル	4.0	1.6	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	-3.9	4.6	1.0	2.1
インド	8.5	5.4	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	-6.6	9.1	7.3	7.0
ロシア	4.0	5.0	3.5	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	-2.7	4.7	-8.5	-0.5

（注）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。

（出所）各種統計より大和総研作成