

# Overview

## 出遅れ挽回の好機を活かせ

---

大和総研 経済調査部長 山崎 加津子

### 世界

景気はどこまで悪化するのかが世界経済の大きな関心事となっている。歴史的な高インフレ、エネルギー供給不安、サプライチェーンの混乱、急激な金融引き締めへの懸念などが絡み合い、景気見通しの不透明感を強めている。特に欧州では、エネルギー分野でロシア依存から脱却しようとしている中で消費者と企業の景況感の悪化が目立つ。中国では上海市のロックダウン解除後の景気回復がもたつく一方、米国では堅調な個人消費が大幅利上げ継続の根拠になる懸念がある。それに対して、2022 年下半期の日本経済は、国内のサービス消費や訪日外客（インバウンド）消費、自動車生産に回復余地が大きく、高めの成長が期待される。相対的に厳しい感染症対策の緩和や、自動車向けの半導体不足の解消が進みつつあることが背景にはあり、米欧中に比べて周回遅れの回復の面が強い。とはいえ、相対的に低インフレであることも追い風としつつ、日本経済はこの機会に出遅れ挽回を図るべきである。

### 日本

4-6 月期の GDP1 次速報を受け、経済見通しを改訂した。実質 GDP 成長率は 2022 年度が前年比 +2.6%、2023 年度が同 +1.8% と見込む。メインシナリオでは、新型コロナウイルスの感染症法上の扱いの見直しや、ワクチン追加接種の効果などもあって経済活動の正常化が進展すると想定する。厳しい外部環境下で輸出を中心に下振れリスクが大きいものの、①日本人のサービス消費、②インバウンド消費、③自動車生産の 3 つの回復余地の大きさなどから、比較的高いプラス成長が続く見込みだ。自動車向けの半導体不足は 2023 年中に解消すると見込まれる。自動車の挽回生産が行われるようになれば、ペントアップ（繰越）需要の発現で耐久財消費が大幅に増加し、設備投資や輸出も押し上げるとみられる。主要先進国では国内のコロナ規制や水際対策をほぼ撤廃し、ウィズコロナへと舵を切ったが、日本政府の感染拡大防止策はサービス消費やインバウンド消費の回復の足かせになっているとみられる。足元で始まったコロナ関連の制度見直しや新型ワクチンの普及は、旅行や外食、娯楽などの需要を底上げするだろう。

### 米国

7 月の主要物価指標が市場予想を下回ったことで市場ではインフレが頭打ちしたとの認識が広まり、9 月の FOMC で利上げ幅が 0.75%pt から 0.50%pt に縮小されるとの観測が強まっている。もっとも、住宅価格を含む、短期的に価格変動しにくい品目を集めた粘着価格 CPI は上昇し続けており、インフレが高止まりするリスクは残る。利上げ幅が縮小されるのは、米国経済の屋台骨である個人消費が腰折れし、景気後退リスクが高まる場合である。しかし、足下の雇用環境の堅調さを踏まえれば、短期的には所得面主導で個人消費が大きく落ち込むことは考えにくい。FOMC 参加者は、7 月の CPI が予想よりも減速したことを望ましい傾向と評価する一方で、インフレ高止まりのリスクに関しては共通して懸念を示しており、利上げ幅縮小に向けたハードルは高い。FRB がインフレ抑制に関するリスク管理の観点から大幅利上げを前倒しで実施してきた

これまでの経緯を踏まえれば、インフレが依然高水準にある中では、利上げができる経済状況において、0.75%pt の大幅利上げを継続することが選好される可能性があることを市場は過小評価してはならないだろう。

## 欧州

ロシアのウクライナ侵攻の長期化が予想される中、今後の焦点は、2022 年後半から 2023 年にかけてどれだけ景気が減速するかであろう。高インフレに、人手不足や水不足などがサプライサイドの問題の解消を難しくし、エネルギー供給への懸念が企業の生産活動や家計の消費行動に重くのしかかる。さらに利上げ（金利上昇）という要因も加わる状況下で企業の景況感（特に先行き）や消費者マインドは一段と悪化している。ECB は 11 年ぶりに利上げに踏み切ってマイナス金利を脱したが、他の先進国に比べると金融引き締めが後手に回った印象は拭えない。利上げ観測の高まりとともに、ユーロ圏内でイタリアなどとドイツの長期金利のスプレッドが拡大しており、財政基盤が脆弱な国々の経済への打撃が懸念される。ECB は景気減速に配慮しつつ、インフレ抑制のための利上げと同時に市場分断化阻止の対応も迫られている。ECB は 2022 年後半から 2023 年 1-3 月期にかけて利上げを継続すると予想する。一方、景気が低迷する中、インフレ率がピークアウトしていく 2023 年 4-6 月期以降は、金利を据え置くと見込む。

## 中国

中国の景気下押し要因としては、不動産不況とゼロコロナ政策への固執が大きい。住宅ローン金利引き下げなどのテコ入れ策にもかかわらず、住宅需要が刺激されないのは、住宅を完成前に購入し、銀行への住宅ローンの返済が始まっても、工事中断により、その物件が手に入らない懸念があるためである。デベロッパーへの資金サポートなどにより、工事を再開させることが、不動産市場の不振脱出の第一歩となる。ウィズコロナへの転換が難しい以上、新型コロナウイルス感染症の感染拡大抑制が、今後の景気動向を左右する状況に変わりはない。中国経済はメインシナリオでは、感染拡大抑制と景気浮揚策の実施を受けて下半期は前年同期比 5%以上の成長率に回帰することを期待している。財政・金融によるサポートに加え、乗用車購入に対する補助金政策などが景気回復を牽引しよう。一方、ゼロコロナ政策への固執が引き続き最大の景気下振れ要因で、メインシナリオでは 2022 年の実質成長率は前年比 4.0%程度となるが、リスクシナリオでは同 2%台に落ち込む懸念がある。

### 主要国実質 GDP 見通し<要約表>

	(%)					(前年比%)						
	2021年 10-12	2022年			2023年			2020年	2021年	2022年	2023年	
		1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	(日本及びインドは年度)			
日本	4.0	0.1	2.2	5.2	5.2	0.9	0.9	1.4	-4.5	2.3	2.6	1.8
米国	6.9	-1.6	-0.9	1.8	1.1	0.8	0.6	1.1	-3.4	5.7	1.7	0.9
ユーロ圏	1.6	2.0	2.5	-0.4	-0.4	0.6	1.4	1.8	-6.5	5.3	2.9	0.8
英国	5.2	3.1	-0.3	-0.6	-1.2	1.2	-1.1	0.6	-9.3	7.4	3.3	-0.1
中国	4.0	4.8	0.4	5.0	5.8	5.2	8.0	4.7	2.2	8.1	4.0	5.6
ブラジル	1.6	1.7	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	-3.9	4.6	0.8	1.5
インド	5.4	4.1	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	-6.6	8.7	7.2	7.0
ロシア	5.0	3.5	-4.0	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	-2.7	4.7	-6.0	-3.0

(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