

2022年8月23日 全9頁

日本経済のリスクシナリオ

米国景気後退入り/中国再ロックダウンの影響を検証

経済調査部 シニアエコノミスト 橋本 政彦
研究員 永井 寛之

[要約]

- 全米経済研究所（NBER）の基準に照らせば、現状、米国は景気後退に陥っているとは言い難い。また、当社のメインシナリオでは米国の景気後退入りは回避されると見込んでいる。しかし、FRBがインフレ抑制を優先し、金融引き締めを継続すれば、2023年前半にも景気後退に陥る可能性が高まるだろう。
- 中国の再ロックダウンは、輸出の減少および供給制約によって日本経済を下押しする。もっとも供給制約による影響は一時的である可能性が高く、ロックダウン解除後は挽回生産が期待される。2022年10-12月期に中国で感染が再拡大し、厳格なロックダウン等が実施されることで、中国の実質GDP成長率が前年比0%に低下すると仮定した場合、中国の需要減少によって、2022年の日本の実質GDP成長率は0.5%pt程度下押しされるとみられる。

日本経済の拡大が続く見通しだが、リスクは海外経済

当社の最新の経済予測では、日本経済は予測期間中（2022～23年度）、拡大基調が続くと見込んでいる¹。ただし、日本経済を下振れさせるリスク要因として、海外経済の減速に注意が必要だろう。そこで本稿では、特に大きなリスクと考えられる、米国の景気後退入りの可能性、および中国での再ロックダウン（都市封鎖）による景気減速の影響について検討する。

1. 米国の景気後退入りリスク

NBER基準では、現状の米国経済はリセッションとはいえず

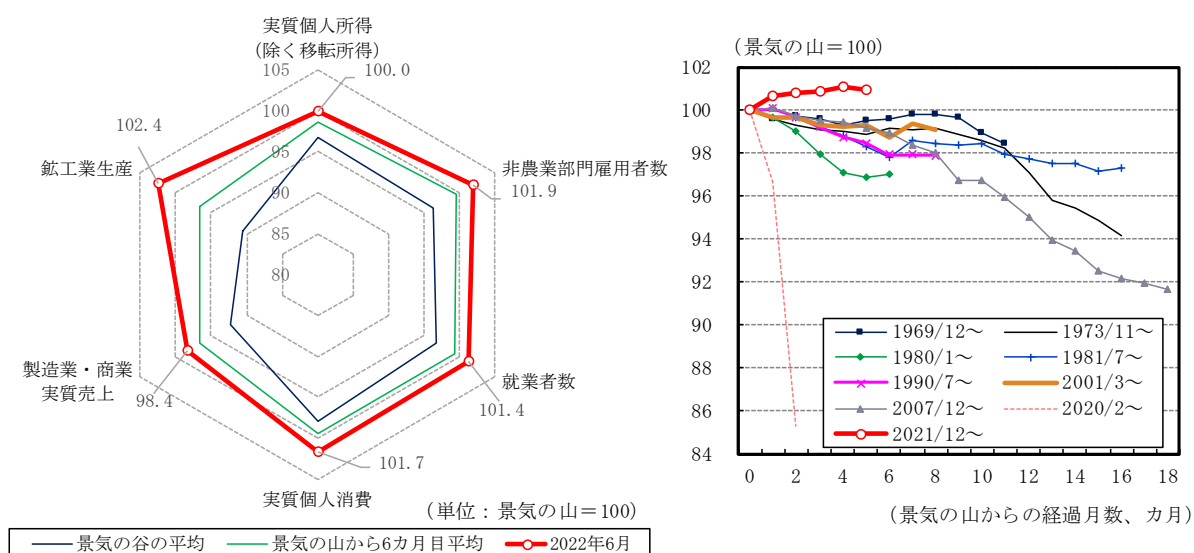
米国経済の足元の状況を確認すると、実質GDP成長率は2022年1-3月期（前期比年率▲1.6%）、4-6月期（同▲0.9%）と2四半期連続で前期から減少し、いわゆるテクニカルリセッション入りとなった。しかし、実質GDPが2四半期連続で減少したことのみを以て、米国経済が本格的な景気後退に陥っていると判断するのは正しくない。

¹ 詳細は神田慶司他「[日本経済見通し：2022年8月](#)」（大和総研レポート、2022年8月22日）参照。

まず、GDPの内訳を見ると、ヘッドラインでは減少しつつも中身は必ずしも悪くない。1-3月期においては、内需の堅調さの結果として控除項目である輸入が大幅に増加したことに加え、在庫の減少がマイナス成長の主な要因となった。4-6月期に関しても在庫の減少がGDPを大きく押し下げているが、これには半導体不足や中国でのロックダウンによるサプライチェーンの目詰まりなど供給制約が大きく影響したとみられる。金利上昇などの影響によって4-6月期に設備投資や住宅投資が減少に転じた点は懸念材料であるものの、最大の需要項目である個人消費は増加が続いており、民間最終需要は前期から横ばいとどまり減少には至っていない。

また、米国の景気基準日付を決定する民間非営利組織である全米経済研究所（NBER）は、GDPの2四半期連続での減少を景気後退の基準とはせず、景気後退を「広範かつ数カ月以上にわたる経済活動の大幅な落ち込み」と定義している。その上で、景気の局面判断には主に6つの指標（実質個人所得（除く移転所得）、非農業部門雇用者数、就業者数、実質個人消費、製造業・商業実質売上、鉱工業生産指数）を用いている。これら6指標の足元の状況を確認すると、製造業・商業実質売上は2021年末から幾分減少しているものの、それ以外の5指標については2022年に入って実質GDPが2四半期連続で減少する中でもほとんど悪化していない（図表1左）。6指標の平均値の推移を見ても、景気の山から低下傾向となっている過去の景気後退期とは異なり、足元まで緩やかな増加基調が続いている（図表1右）。新型コロナウイルス禍以降続いてきた景気拡大のペースがこのところ鈍化していることは確かであるものの、NBERの基準に照らせば、米国経済が2022年初から景気後退入りしていると判断される可能性は非常に低いと考えられる。

図表1：NBERが景気判定に用いる6指標（左）、景気後退期における6指標の平均値（右）



(注) 左図の集計対象は1970年以降の景気後退。2022年6月は、便宜的に2021年12月を景気の高として計算。「景気の高から6カ月目平均」に関して、2020年3月からの景気後退は6カ月間に満たないため除外。製造業・商業実質売上の2022年6月分は非公表につき前月から横ばいと想定。

(出所) NBER、BEA、BLS、FRB、Haver Analyticsより大和総研作成

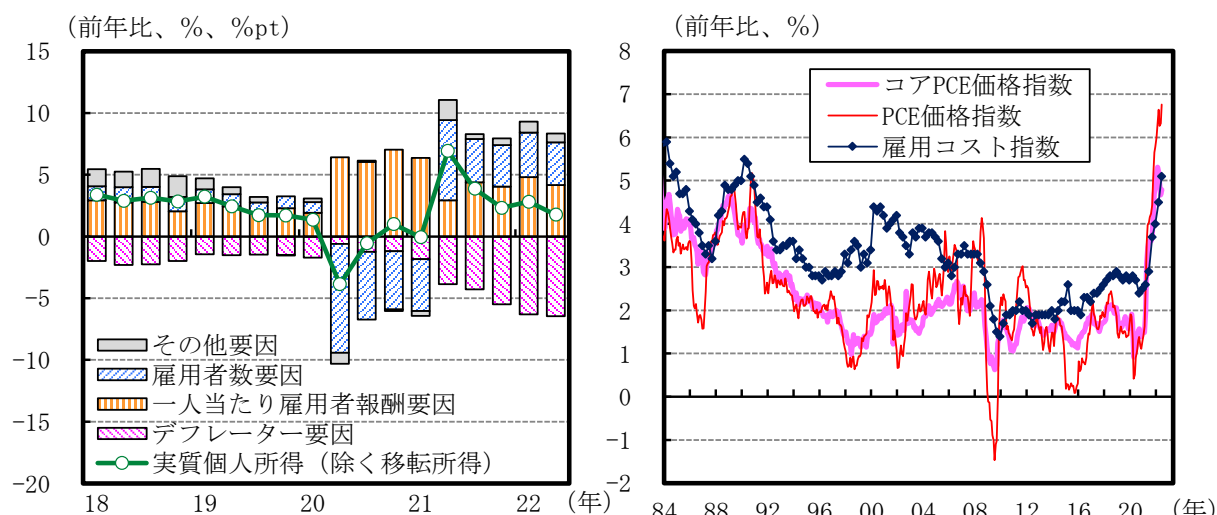
労働市場の堅調さは個人消費を下支えする半面、インフレ圧力に

NBER が景気判断に用いている 6 指標のうち、鉱工業生産を除く指標が雇用・所得及び消費関連の指標であることからわかる通り、米国経済の循環的な動きを捉える上では、個人消費、およびその裏付けとなる雇用・所得環境の動向が最も重要である。米国経済が今後、本格的な景気後退に陥るか否かは、現状底堅く推移する労働市場、および個人消費の動向次第といえる。

NBER が景気判断に用いる指標の 1 つである、実質所得（除く移転所得）の内訳を確認すると（図表 2 左）、デフレーターの上昇、すなわち物価の上昇が家計の所得を大きく下押ししていることが見て取れる。しかし、名目賃金（1 人あたり雇用者報酬）の上昇に加えて、雇用者数の増加によってマクロの実質所得は増加基調を維持しており、労働市場の改善が個人消費の底堅さの大きな要因になっている。個人消費のウェイトが大きい米国経済においては、個人消費と労働市場が相互に影響を及ぼしながら拡大を続けていくのが典型的な景気拡大のパターンである。こうした自律成長のメカニズムが足元においても機能していることが確認できる。

だが、目下の米国経済にとって厄介なのは、こうした個人消費を下支えする労働市場の堅調さが、連邦準備制度理事会（FRB）が金融引き締めを継続、強化する理由になり得ることである。とりわけ労働需給のひっ迫を背景とした名目賃金上昇は、物価上昇による購買力の低下を緩和する一面があるのと同時に、高いインフレ率の一因となりつつある。インフレ率との連動性が高い雇用コスト指数は 2022 年 4-6 月期で前年比+5.1%と、1990 年以来の高い伸びを記録した（図表 2 右）。賃金と物価のスパイラル的な上昇が続くリスクが高まる中、FRB がインフレの抑制を優先して、労働市場の悪化を黙認すれば、米国経済の景気後退は一気に現実味を増すことになる。

図表 2：実質個人所得（除く移転所得）の内訳（左）、雇用コストとインフレ率（右）



(出所) BEA、BLS、Haver Analytics より大和総研作成

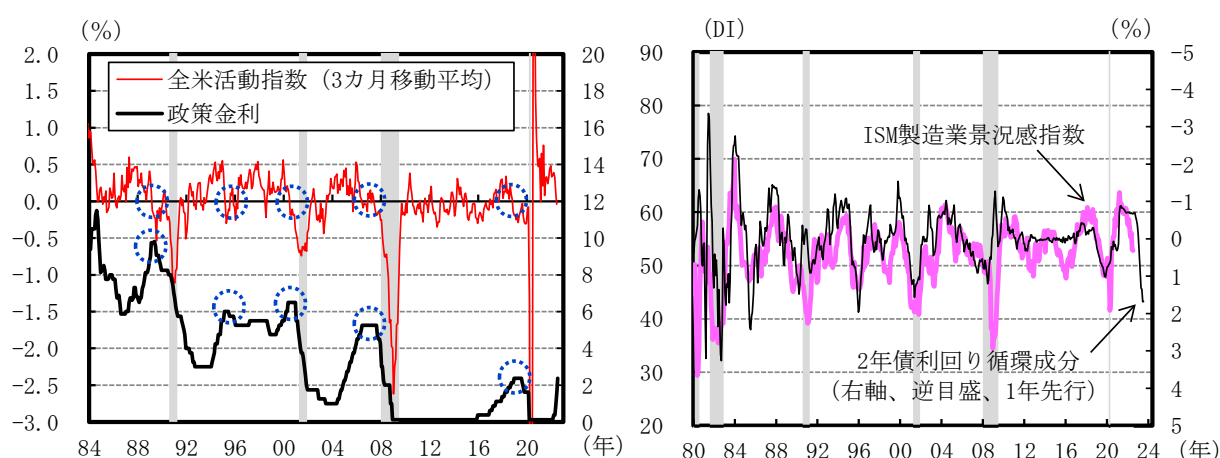
金融引き締めが続けば、2023 年前半にも景気後退の可能性

過去における FRB による金融政策と、景気循環の関係を確認すると、景気後退に陥る以前に利上げが停止され、利下げへと転じるというのが通常のパターンであった（**図表 3 左**）。シカゴ連銀が作成する全米活動指数を合わせて見ると、およそ 0 を下回ったタイミング（＝経済がトレンド成長を下回ったタイミング）で利上げが停止されている。

しかし、足元のインフレ率がおよそ 40 年ぶりとも歴史的に高い伸びを記録していることや、既述したように物価と賃金のスパイラル的な上昇の可能性が高まっていることに鑑みると、過去の政策運営のパターンに今回は必ずしも当てはまらない可能性がある。実際、FOMC 参加者においては景気後退入りがコンセンサスとはなっていないが、複数の参加者はインフレ抑制のために一時的な景気後退を許容する姿勢を表明している。景気後退リスクが高まる中、早ければ 2023 年にも FRB が利下げに転じるとの見方が金融市場を中心に広がりつつある。また、当社の米国経済見通しにおいても、景気の減速感が高まる中で、2023 年中には利下げに転じることをメインシナリオとしているが²、FRB がタカ派姿勢を貫く可能性は十分に残されている。

長期金利に比べて政策金利の先行きに関する期待が強く反映される 2 年債利回りの動向と、米国の循環的な景気動向に敏感な ISM 製造業景況感指数の動きを照らし合わせると、後者は前者に対して 1 年程度遅れて動く傾向がある（**図表 3 右**）。そして、過去の景気後退期においては、FRB による利下げを織り込むことで、2 年債の利回りが政策金利に先んじて低下し、企業景況感の悪化を食い止めてきた。だが、仮に今回、FRB がインフレの抑制を重視する姿勢を貫けば、金利は高止まりし、それに遅れる形で企業景況感も悪化が続いていくことになろう。企業景況感と雇用者数との連動性が高いことから、景況感の悪化に合わせて雇用者数が減少に転じることで、米国経済の屋台骨である個人消費も悪化へ向かうと考えられる。2022 年に入って急速に利上げ期待が高まったことで、2 年債利回りは急激に上昇しているため、単純に過去の関係に照らせば、2023 年前半にも米国は景気後退に陥る可能性が示唆される。

図表 3：全米活動指数と政策金利（左）、米国 2 年債利回りと ISM 製造業景況感指数（右）



(注)シャドウは景気後退期。右図の 2 年債利回りの循環成分は HP フィルターによるトレンドを除去したもの。
(出所) シカゴ連銀、FRB、ISM、NBER、Haver Analytics より大和総研作成

² 矢作大祐「[米国経済見通し インフレ頭打ちは本当か](#)」（大和総研レポート、2022 年 8 月 19 日）参照。

インフレ期待上振れ+FRBの徹底的な引き締めがテールリスク

FRBがタカ派姿勢を続け、景気よりもインフレ抑制を重視することが米国経済のリスクであることを前項までで指摘してきたが、これに加えて期待インフレ率が大きく上振れした場合には、景気悪化リスクはさらに大きくなる。

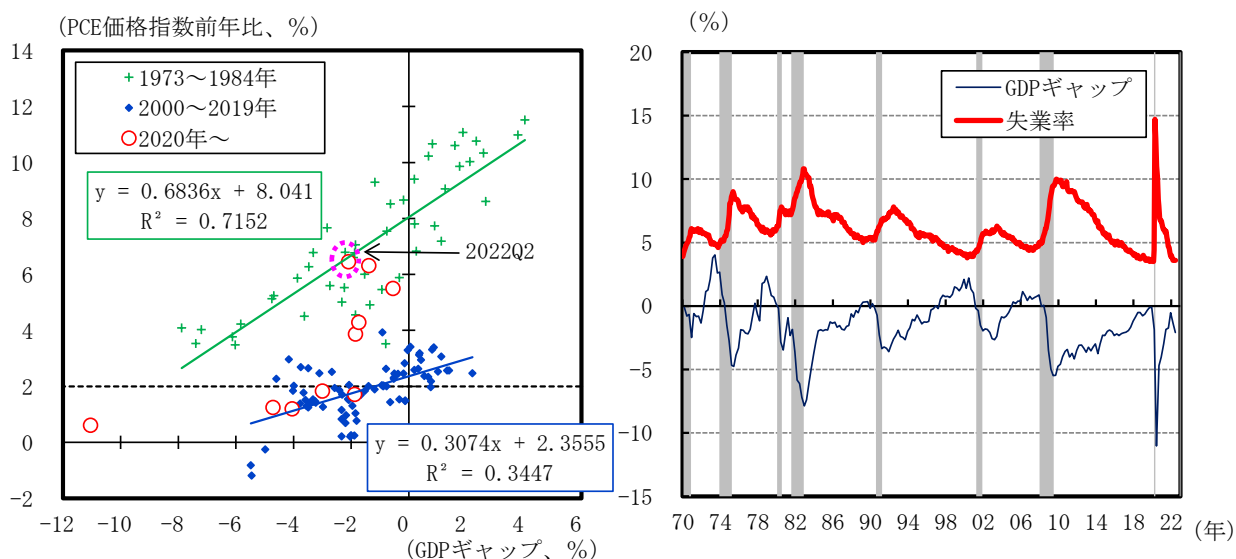
図表4左はGDPギャップとインフレ率（PCE価格指数）の関係、いわゆる広義のフィリップスカーブを描いたものである。これを見ると、コロナ禍以降は、2000年代のフィリップスカーブから大きく外れて物価が上昇していることが確認できる。コロナ禍に伴う供給制約によって一部の財、例えば自動車などの需給が極端に引き締まったことや、エネルギー価格の急騰などが影響しているためと考えられる。

しかし、仮にコロナ禍をきっかけにフィリップスカーブの形状が変化しているとすれば、先行きの物価、金融政策に対するインプリケーションは大きく変化する。フィリップスカーブは理論上、期待インフレ率が上昇（下落）すれば、その切片が上方（下方）にシフトする。実際、過去、期待インフレ率が非常に高かった1970年代後半から1980年代半ばにかけてのフィリップスカーブは、2000年代から2010年代に比べて大きく上方に位置している。そして足元（2022年4-6月期）のGDPギャップとインフレ率の関係は、その1970年代後半から80年代半ばのフィリップスカーブ上にある。これが仮に期待インフレ率の上昇（＝フィリップスカーブの上方シフト）を反映したものであるならば、インフレ率がFRBの目標である2%まで低下するために、深い景気後退を余儀なくされることが示唆される。

インフレ抑制のためのFRBによる徹底的な金融引き締めとしては、ボルカーFRB議長（当時）による政策が広く知られるところである。10%を超えるインフレ率（CPI）が続いていた1979年8月に就任したボルカーFRB議長（当時）は、インフレの抑制を最優先し、強烈な金融引き締めを実施した。結果として、金融引き締めを終了した1982年末までのおよそ3年間でインフレ率は4%台まで低下したが、この間、米国経済は2度にわたる景気後退を経験し、失業率は10%を上回る水準まで上昇した（**図表4右**）。仮に期待インフレ率の上昇によってインフレ率がFRBの思うように低下せず、そうした状況に対して、FRBがボルカー時代と同じような徹底的なインフレファイティングを行うことになれば、米国の景気後退は一層深刻なものになるだろう。

もっとも、ボルカー時代には短期、長期を問わず大きく上振れしていた家計の期待インフレ率に関して、足元で短期の期待インフレ率は大きく上昇する一方、長期の期待インフレ率は安定的に推移し、極端な上昇は見られていない。ボルカー時代に比べて金融政策の透明性は大きく向上していることに加え、2012年以降はインフレ目標が導入されたことなどが、長期のインフレ期待の安定化に大きく寄与していると考えられる。従って、ボルカー時代と同じように、インフレ抑制のために大幅な景気悪化が必要となる可能性は、現時点では必ずしも高くないと思われる。あくまでテールリスクという位置づけであろう。だが一方で、足元では感染拡大による供給制約や、ウクライナ問題を契機とした資源価格の高騰など、複合的な要因が高インフレの原因となっており、その動向次第で、期待インフレ率が上振れするリスクについては注意深く見ていく必要がある。

図表 4：米国の広義のフィリップスカーブ（左）、米国の GDP ギャップと失業率の長期推移（右）



(注) 左図の 1973-1984 年は GDP ギャップが 1 年半先行。右図のシャドーは景気後退期。

(出所) BEA、CBO、BLS、NBER、Haver Analytics より大和総研作成

2. 中国での再ロックダウン

2022 年の前半、感染の抑え込みが難しいオミクロン株が中国国内でも感染が拡大したことから、当局は以前から掲げる「ゼロコロナ」政策の下、徹底した感染症対策を行った。2022 年 3 月 28 日から 6 月 1 日まで、上海市では厳格なロックダウンが実施され、他の都市でも行動制限などが行われた結果、2022 年 4-6 月期の中国の実質 GDP 成長率は前年比+0.4%、前期比年率では▲10.0%と大きく落ち込むことになった。

感染拡大の抑制と、今秋開催が予定されている共産党大会に向けた景気刺激策によって、2022 年後半には中国経済は持ち直す可能性が高い。だが一方、当局がゼロコロナ政策に固執する中、中国国内で感染が再度拡大すれば、厳しい感染対策が実施されることで中国経済は減速を余儀なくされよう。そこで、本章では、中国において再びロックダウンや行動制限が実施された場合に、日本経済にどのような影響を及ぼすか分析する。

上海市ロックダウン時は加工組立業種の生産が大幅減

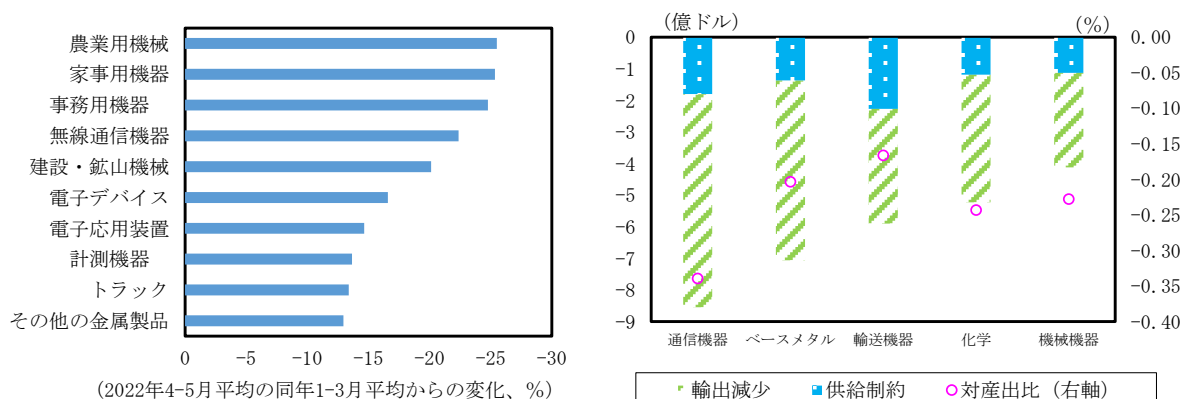
まず、2022 年前半に行われた中国でのゼロコロナ政策により、日本経済はどの程度の影響を受けたかを確認する。日本から中国への実質輸出（日本銀行）を確認すると、上海市でロックダウンが実施された 2022 年 4-5 月平均は同年 1-3 月平均に比べて▲13.3%と大幅に落ち込み、対世界向け全体でも同▲3.9%となった。また、同時期の鉱工業生産指数も同▲4.3%と低下している。

図表 5 左は、同時期の生産の減少に関して、特に減少幅が大きかった業種を取り出したものである。これを見ると、生産用機械（農業機械、建設・鉱山機械）、電気機械（家事用機器）、情

報通信機械（無線通信電子）など、加工組立業種において幅広く生産が大幅に落ち込んでいる。この時期の生産の落ち込み全てが、上海市のロックダウンに起因したものではないが、対中輸出の減少に加えて、製造過程で中国との相互依存関係が強い加工組立業種では、輸入の停止や物流網の混乱といった供給制約が生産を下押ししたと考えられる。

そこで、**図表 5 右**は、中国でのロックダウンが需要面（輸出の減少）、供給面（輸入の減少）でそれぞれどの程度、日本国内の生産に影響を及ぼすかを、国際産業連関表を用いて試算したものである。これを見ると、中国との貿易停滞による生産額の減少は通信機器やベースメタル、輸送機器などの業種で大きく、生産額対比では▲0.1～▲0.3%程度になる。影響額を輸出減少、供給制約に分けて見ると、いずれのセクターにおいても、輸出減少による生産の下振れが供給制約の影響に比べて大きい。ただし、輸送機器においては供給制約による影響が他のセクターに比べて大きく、中国からの輸入の減少が特に生産面でのボトルネックになりやすいことが見て取れる。

図表 5：上海ロックダウン時の日本の生産（左）、中国との貿易縮小が生産額に与える影響（右）



(注) 右図は2022年10-12月期の中国の実質GDP成長率が前年比0%になると仮定したケースと、中国国内で感染が再拡大せず実質GDP成長率が同+5.8%になったケースを比較し、輸出減少と供給制約（輸入減少）の影響を試算。

(出所) 経済産業省、World Input-Output Databaseより大和総研作成

ロックダウンによる供給制約はあくまで一時的

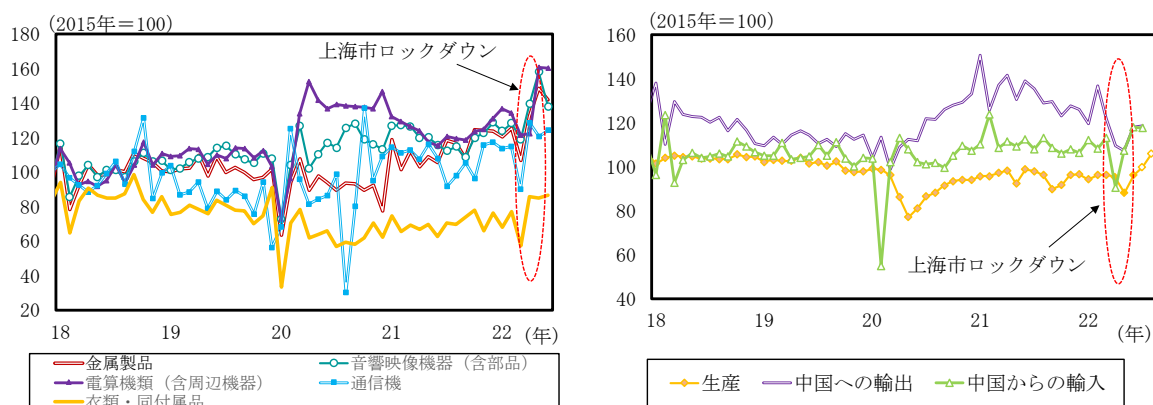
前項で確認した通り、中国でロックダウンが実施された場合、輸出の減少に加えて、輸入が滞ることによる供給制約も生産活動の下押し要因となる。もっとも、感染拡大防止のためのロックダウンはあくまで一時的な措置である。供給制約によって対中輸出のみならず、国内出荷や中国以外向けの輸出も抑制されていたことを踏まえれば、ロックダウンによる供給制約が解消した後には、挽回生産による反動増が起こる可能性がある点も併せて考慮する必要がある。

実際、中国からの輸入に関し、金額が大きい品目の推移を見ると、上海市などでロックダウンが実施された4月に大きく落ち込んだものの、ロックダウンが解除された6月には急増し、多くの品目が3月以前を大きく上回る水準となっている（**図表 6 左**）。また、中国からの輸出入数量と日本の鉱工業生産を並べて見ると（**図表 6 右**）、輸出の回復が緩慢なものとなる中、鉱工業生産は中国からの輸入の回復に遅れる形で持ち直し、6月には中国でゼロコロナ政策が実施され

ていた4、5月の落ち込みからほぼ回復した。さらに製造工業生産予測調査（経済産業省）によれば、7、8月には生産の大幅な増加が見込まれている。業種別の生産計画を見ても、中国でのロックダウン時の生産の落ち込みが大きかった生産用機械や輸送機械による増産幅が大きく、4、5月の減産分を挽回生産によって補おうとする動きが確認できる。

もちろん、計画された挽回生産が実際にどれだけ発現するかには不確実性が残る。しかし、ロックダウンによる供給面での影響はあくまで一時的なものであり、その後の挽回生産を考慮すれば、供給制約が日本経済に及ぼす影響は限定的なものにとどまるだろう。

図表6：主要品目の中国からの輸入金額（左）、対中貿易数量と鉱工業生産（右）



(注) 中国からの輸入金額、および右図の対中貿易数量の季節調整は大和総研による。右図の生産の白抜きは製造工業生産予測調査による予測値。

(出所) 財務省、経済産業省より大和総研作成

中国の再ロックダウンで日本のGDP成長率は0.5%pt低下

供給制約による影響が一時的である可能性が高いことを踏まえれば、中国で再ロックダウンが実施された際には、中国の景気減速に伴う需要面からの影響、すなわち対中輸出の減少に特に注意を払う必要があると考えられる。

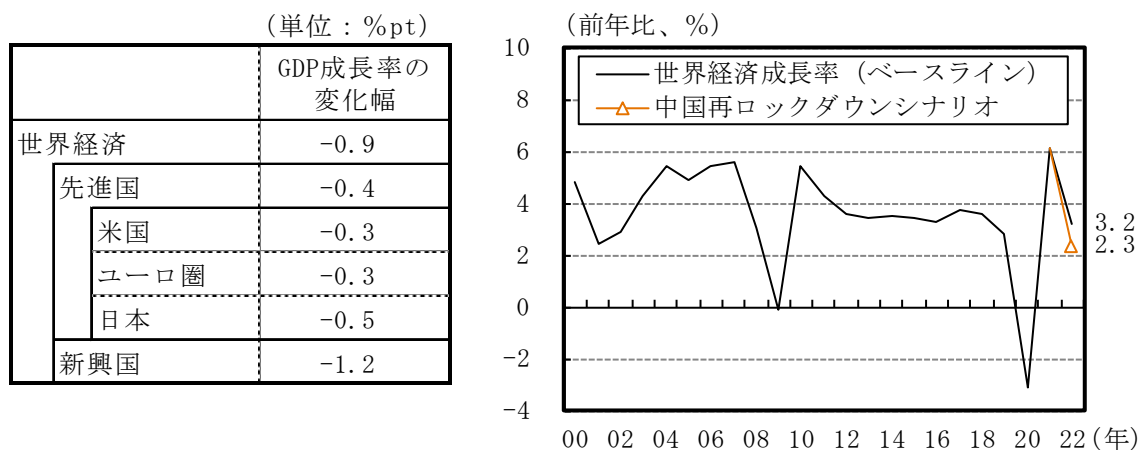
そこで、中国経済の減速による需要減が世界経済全体に与える影響を、主要国・地域経済に関して構築したマクロモデルを用いた試算から確認する。既述の国際産業連関表を用いた試算でも、中国との貿易縮小による影響を確認したが、これには生産の減少に伴う企業・家計所得の減少が最終需要をさらに下押しする効果が含まれていない。マクロモデルによる試算では、そうした所得減の効果が含まれており、中国経済減速の影響をより幅広く把握することができる。

試算結果によると、2022年10-12月期に中国で再ロックダウンが実施され、同時期の実質GDP成長率が前年比0%まで落ち込んだ場合（ベースラインでは同+5.8%と想定）、2022年の世界経済成長率はベースラインから0.9%pt下振れするとの結果が得られた（図表7）。地域別の内訳を見ると、先進国が▲0.4%pt、新興国が▲1.2%ptと新興国の落ち込みが大きいが、これは前提とした中国の落ち込み（▲1.6%pt）が含まれていることの影響が大きい。

日本への影響は▲0.5%ptとなり、米国やユーロ圏に比べて大きい。これは、中国との貿易上

のつながりの強さに加えて、輸出の減少が設備投資を中心とした内需への波及しやすい経済構造が影響していると考えられる。当然、ここでの試算結果は、前提となる中国の減速度合いに大きく依存している。想定よりも大規模な感染拡大が起きてロックダウンが長期化すれば、経済への悪影響は試算結果をさらに上回る点には注意が必要である。

図表 7：中国での再ロックダウンが世界経済成長率に与える影響



(注) 中国の2022年10-12月期の実質GDP成長率が前年比0%となった場合の、各国・地域の2022年の経済成長率への影響をマクロモデルにより試算したもの。右図のベースラインはIMF World Economic Outlook (2022 July)によるものであり、大和総研による見通しとは異なる。

(出所) IMF、BEA、Eurostat、内閣府より大和総研作成