

2022年8月24日

# 主要国経済 Outlook

2022年9月号 (No. 430)

経済調査部  
ニューヨークリサーチセンター

## [目次]

Overview	2
出遅れ挽回の好機を活かせ	
経済調査部 山崎 加津子	
日本経済	4
経済見通しを改訂／ウィズコロナに向けた消費行動正常化の課題は？	
経済調査部 神田 慶司	
米国経済	16
インフレ頭打ちは本当か	
ニューヨークリサーチセンター 矢作 大祐	
欧州経済	27
多重苦に直面する	
経済調査部 近藤 智也	
中国経済	40
ゼロコロナ政策の弊害と不動産不況	
経済調査部 齋藤 尚登	

各種レポートは大和総研ウェブサイトでもご覧いただけます。  
URLは <https://www.dir.co.jp/report/index.html> です。

# Overview

## 出遅れ挽回の好機を活かせ

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

# 日本経済 2022年8月

## 経済見通しを改訂／ウィズコロナに向けた消費行動正常化の課題は？

神田 慶司  
小林 若葉  
岸川 和馬  
瀬戸 佑基  
中村 華奈子

### [要約]

- 2022年4-6月期のGDP1次速報の公表を受け、経済見通しを改訂した。実質GDP成長率は2022年度で+2.6%、2023年度で+1.8%と見込む。当社の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している。
- 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訪日外客（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これまでのところ、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。足元では日本でも新型コロナウイルスの感染症法上の扱いの見直しについて議論が始まっている。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。

## 1. 厳しい外部環境下でも3つの「伸びしろ」が景気を下支え

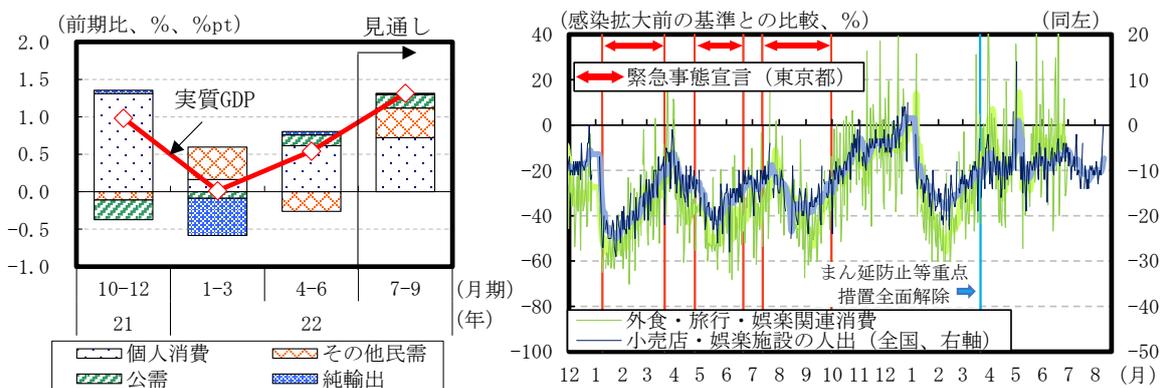
### 4-6月期の実質GDPは個人消費の増加などにより3四半期連続のプラス成長

2022年4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.2%（前期比+0.5%）であった<sup>1</sup>。3四半期連続のプラス成長<sup>2</sup>となり、新型コロナウイルス感染拡大前（2019年10-12月期）の水準をわずかに超えた。3月下旬にかけて感染拡大が一服し、まん延防止等重点措置が全面解除されたこともあって経済活動が活発化した。一方、中国の上海市などでのロックダウン（都市封鎖）を受け、自動車・家電を中心に生産や供給が滞るなどの影響が表れた。

需要項目別に見ると、実質GDPをとりわけ押し上げたのが個人消費だ（**図表1**）。個人消費は前期比+1.1%と3四半期連続で増加した。感染状況の改善もあって人出が回復し、外食や旅行といったサービスへの支出が増加した（**図表2**）。財でも幅広い品目で支出の増加が見られた。同時期の個人消費デフレ率は資源高や円安などの影響で同+1.1%と前期（同+0.9%）から上昇が加速した。結果として実質雇用者報酬は同▲0.9%と2四半期連続で減少したものの、家計は感染拡大後に大幅に積み上がった貯蓄の取り崩しなどにより消費を拡大させたとみられる。

その他の需要項目では設備投資が増加した一方、住宅投資は減少し、民間在庫変動は実質GDP成長率を前期比で0.4%pt押し下げた。公需関連では政府消費、公共投資がともに増加した。外需関連では輸出・輸入ともに増加したが、輸出の増加幅が輸入のそれをわずかに上回ったことで、純輸出（外需）の寄与度はプラスに転じた。

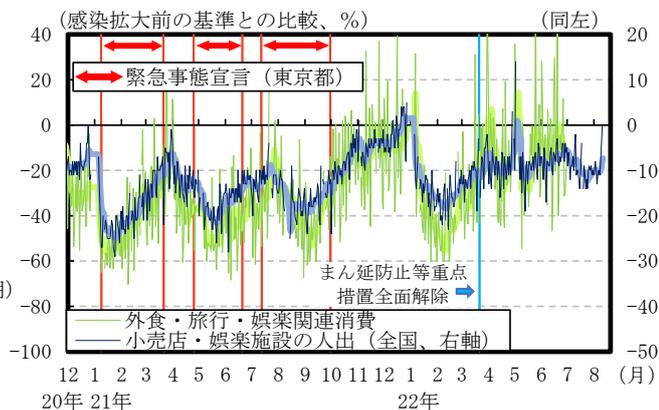
**図表1：実質GDP成長率の実績と見通し**    **図表2：人出と外食・旅行・娯楽関連消費**



(注1) 左図は実質、季節調整値。

(注2) 右図の基準は20年1月3日から2月6日の曜日別中央値。太線は7日移動平均。外食・旅行・娯楽関連消費は「外食」「交通」「教養娯楽サービス」の合計値。月～金曜日の祝日とお盆、年末年始のデータは除いている。

(出所) 内閣府、総務省、Google、CEICより大和総研作成



<sup>1</sup> 詳細は、神田慶司・小林若葉「[2022年4-6月期GDP\(1次速報\)](#)」(大和総研レポート、2022年8月15日)を参照。

<sup>2</sup> 2022年1-3月期の実質GDP成長率はこれまで前期比でマイナスであったが、4-6月期の公表とそれに伴う季節調整の影響でわずかながらプラスに転換した。

## 交易損失の拡大により実質 GDI は 2 四半期連続のマイナス成長

資源高などを背景に、輸入デフレーターが輸出デフレーターを上回るペースで上昇したことで、4-6 月期の交易条件は前期からさらに悪化した。交易条件の悪化を通じて国内から海外に流出した所得を表す「交易損失」<sup>3</sup>は、4-6 月期で▲15.4 兆円と前期からマイナス幅が 4.6 兆円拡大した。この結果、実質 GDP に交易損失を加えた実質 GDI 成長率は前期比年率▲1.2%と 2 四半期連続のマイナス成長となった。国内で生み出した所得である実質 GDP は増加したものの、資源高や円安などによって流出した所得がそれを上回り、家計や企業の所得環境が一段と悪化した（実質 GDI に海外からの所得の純受取を加えた実質 GNI も 2 四半期連続のマイナス成長）。

## 7-9 月期の実質 GDP は前期比年率+5%台前半の高成長を見込む

7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+5.2%の高成長を見込んでいる（**前掲図表 1**）。国内では 7 月に感染「第 7 波」が発生したが、これまでとは異なり、政府による行動制限がないこともあって人出の落ち込みは小さい（**前掲図表 2**）。

夏休みの旅行者数は前年同期を大幅に上回りそうだ。全日本空輸（ANA）グループによると、お盆休み初日にあたる 8 月 11 日の 1 日あたりの旅客数は感染拡大以降で最高となった。日本航空（JAL）も同日の旅客数は感染拡大前比で約 9 割まで回復した。こうした状況を踏まえ、サービス消費は 7-9 月期も増加すると見込んでいる。また中国の上海市などでのロックダウンの影響の剥落により、耐久財消費や企業の機械投資、輸出などが押し上げられるだろう。

## 海外経済見通しの概要 ～米国の金融引き締めと中国「ゼロコロナ」政策の影響が焦点に

**図表 3** ではメインシナリオにおける実質 GDP の推移と、その前提である海外経済見通しを示した。海外経済については当社の各国担当者の最新（8 月 19 日時点）の見通しに基づく。

2022 年の実質 GDP 成長率は、米国で前年比+1.7%、ユーロ圏で同+2.9%、中国で同+4.0%を見込んでいる。米国は 4-6 月期の実質 GDP が 2 四半期連続のマイナス成長になったことに加え、インフレの高進や利上げペースの加速などを受け、6 月 8 日公表の「[第 213 回日本経済予測（改訂版）](#)」（以下、前回予測）から 0.9%pt 下方修正した。ユーロ圏は引き続き高インフレやウクライナ危機の影響などが懸念される一方、4-6 月期が予想外にプラス成長を維持したことなどから 0.1%pt 上方修正した。中国は上海市などでのロックダウンにより 4-6 月期に経済活動が停滞したことなどを踏まえて 0.5%pt 下方修正した。

<sup>3</sup> デフレーター基準年（現行では 2015 年）からの交易条件の変化による損失（プラスの場合は利得）。基準年が変更されることで損失（利得）額が修正される点には留意が必要である。

図表 3：日本の実質 GDP 見通しと海外経済の前提



(注) 図中の破線は大和総研による予測値。米欧中の見通しは大和総研の各国担当者の予測に基づく。

(出所) 内閣府、各国統計より大和総研作成

### 日本の実質 GDP は経済正常化の進展で高めのプラス成長が続く見込み

こうした海外経済見通しの下、メインシナリオにおける日本の実質 GDP 成長率は 2022 年度で前年比+2.6%、2023 年度で同+1.8%と見込んでいる(図表 3)。実質 GDP が過去最高水準(2018 年 4-6 月期)を上回るのは 2023 年 4-6 月期とみている。

2022 年度の成長率見通しは前回予測から 0.2%pt 下方修正した。経済活動の正常化の進展や追加の経済対策の効果などにより、個人消費を中心に回復基調が強まるという見方は前回予測と同様だが、感染「第 7 波」の発生を受け、7-9 月期における個人消費の回復ペースを前回予測から下方修正した。加えて、海外経済見通しの悪化を受けて輸出や設備投資を下方修正した。

2023 年度の成長率見通しは前回予測から 0.1%pt 下方修正した。2022 年度に続き、比較的高い成長率を見込んでいるが、プラスの「成長率のゲタ」を履く効果が大きいいためである。これを除いた成長率は前年比+0.7%にとどまる。実態としては緩やかな成長になるだろう。

日本経済は輸出を中心に下振れリスクが大きいものの、主要先進国に比べて経済活動の正常化が遅れており、①日本人のサービス消費、②訪日外客(インバウンド)消費、③自動車生産、の 3 つの回復余地が大きい。ウクライナ危機の長期化や世界経済の悪化など厳しい外部環境が続く中でも、国内の経済活動の正常化の進展に伴ってこれら 3 つの「伸びしろ」が景気を下支えするだろう。

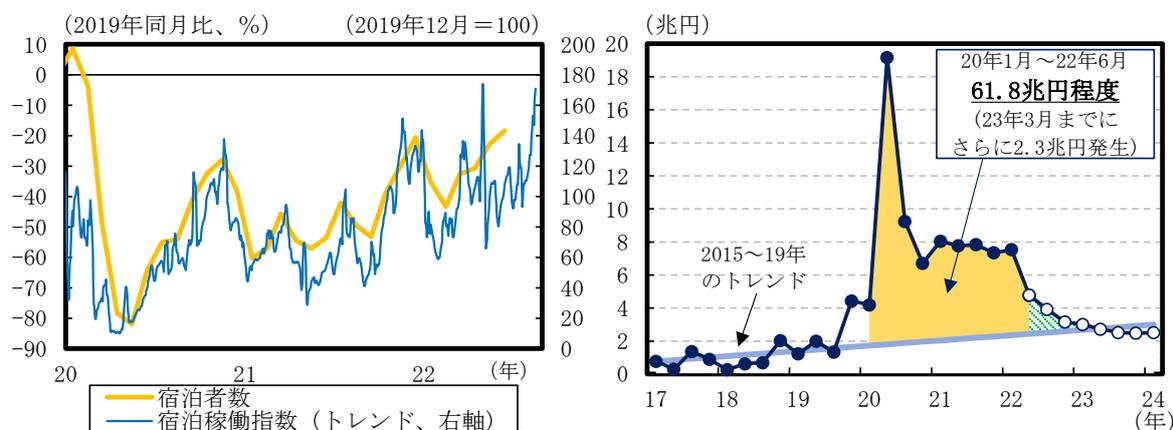
### 個人消費は旅行需要の回復がけん引する形で GDP を押し上げる見込み

2022 年度はとりわけ個人消費が GDP を大きく押し上げるだろう。経済活動の正常化の進展で旅行などのサービス消費がけん引するとみられる。7 月の人出は感染「第 7 波」の影響で減少し、8 月前半に下げ止まった。この間、宿泊者数に連動する日次データの宿泊稼働率は堅調に上昇している(図表 4 左)。前述したように、お盆休み初日にあたる 8 月 11 日の旅客数は ANA、JAL とともに好調だった。感染が拡大する中でも、行動制限がないことで旅行需要が回復しやすかったとみられる。当社のメインシナリオでは、全国旅行支援が 2022 年 10 月初めから年末年始

を除いて2023年3月末まで実施されると想定しており、旅行や交通関連の需要を一段と刺激するだろう。一方でテーブルチェックによると、飲食店の1店舗あたりの来店者数は7月に減少した。外食需要は感染状況の改善に伴って徐々に回復することが見込まれる。ウィズコロナに向けた消費行動の正常化の課題については2章で検討している。

自動車を中心に生産を抑制している半導体不足は2022年秋から緩和し、2023年中に解消する見込みだ。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。

図表4：宿泊者数・宿泊稼働率の推移（左）、フローベースの家計貯蓄の推移（右）



(注1) 左図の宿泊者数は大和総研による季節調整値。宿泊稼働指数 $=100 - ((\text{当日の空室数} - \text{過去2年間の最小空室数}) / (\text{過去2年間の最大空室数} - \text{過去2年間の最小空室数})) \times 100$ 。トレンドは曜日要因・イベント・その他の特殊要因を除いたもの。直近値は2022年8月17日。2020年4～5月は緊急事態宣言の発出に伴い休業した宿泊施設が多かったことから、それぞれ1カ月あたり20日以上空室が提供されている施設のみが対象になっている。

(注2) 右図は季節調整値。白抜きは大和総研による見通し。貯蓄 $=$ 可処分所得 $-$ 一家計最終消費支出。2015～2019年のトレンドは、消費増税や自然災害の影響を強く受けた2019年10-12月期を除く。

(出所) 内閣府、観光庁、九州経済調査協会統計より大和総研作成

物価高は家計の購買力の低下を通じて個人消費を下押ししているが、感染拡大後に積み上がった「過剰貯蓄」がこの影響を緩和している（図表4右）。政府はコロナ対策として各種給付金を大規模に支給した一方、家計は感染症対策としてサービス消費を中心に抑制してきた結果、家計貯蓄は大幅に積み上がっている。2015～19年に見られた家計貯蓄のトレンドからの乖離分を「過剰貯蓄」とみなすと、その額は2022年6月末で約62兆円に達したとみられる<sup>4</sup>（図表4右）。これは2021年度の個人消費額の21.3%にあたり、2022年度の消費者物価指数（CPI）上昇率見通し（前年比+2.1%）を大幅に上回る<sup>5</sup>。様々な財やサービスの価格が上昇しても、家計は貯蓄の一部を取り崩すことで消費を維持しやすい環境にあり、マクロで見れば、物価高に対する家計の耐久力は比較的高い状況にある。

<sup>4</sup> 2022年4-6月期の家計貯蓄は、可処分所得が本稿執筆時点で未公表のため大和総研による試算値。

<sup>5</sup> 同様の方法で米欧の「過剰貯蓄」を試算すると、2022年6月末で米国は282兆円程度（2021年の個人消費額対比で13.4%）、ユーロ圏は114兆円程度（同13.2%）、英国は47兆円程度（同20.4%）であり、いずれも物価高による生計費の増加分を大幅に上回る（直近の市場為替レートで換算した金額で、ユーロ圏と英国の「過剰貯蓄」は3月末時点）。

## 設備投資は製造業で感染拡大前水準を上回る見込みも、先行き不透明感の強まりには要注意

設備投資は2022、23年度のいずれも増加する見込みである。設備投資のうち機械については緩やかに増加するとみている。機械設備投資に半年程度先行する機械受注額は、均して見ると増加傾向にある。ただし、世界経済の先行き不透明感が強まっており、企業の投資意欲に及ぼす影響には注意が必要だ。他方、情報化投資や研究開発投資は底堅く推移するとみられる。

日本政策投資銀行（DBJ）が8月4日に公表した「2021・2022・2023年度 全国設備投資計画調査」によると、2022年度の大企業の設備投資計画は前年度比+26.8%と大幅な増加が見込まれている。例年の実現率（2015～19年平均）を加味すると同+16.3%となり、感染拡大前の2019年実績の水準を上回る。製造業では化学や電気機械、自動車などにおいて、半導体需要や自動車の電動化に伴う投資が活発化することで、感染拡大前の投資水準を大きく上回る見込みだ。非製造業では不動産や運輸、建設などが増加に寄与するものの、感染拡大により需要が押し下げられた運輸やサービスの投資水準は十分に回復しない見通しだ。例年の実現率を加味した非製造業全体の投資は感染拡大前の水準を依然として下回る。とはいえ、国内の経済活動の正常化が進めば特に非製造業の設備投資を後押しするため、いずれは能力増強投資などの機械投資が活発化するとみられる。

また、設備投資のうち情報化投資は2022年度計画が前年度比+27.9%、研究開発投資は同+7.9%と計画ベースでは比較的高水準を維持している。前者はデータ活用や省人化、後者は省エネや再エネなどのグリーン化関連が増加した。デジタル化やグリーン化は世界的な潮流であり、これらに対応するための情報化投資や研究開発投資は当面、安定的に増加するだろう。

## 輸出は中国の景気回復・半導体不足の緩和・インバウンドの回復で増加基調が続く

2022年4-6月期まで3四半期連続で増加した財輸出は、予測期間を通じて増加基調が続く見込みである。地域別に見ると、とりわけ中国向けが全体を押し上げるだろう。4-6月期の中国向け実質輸出は上海市などでのロックダウンによって前期比▲10.7%と大きく落ち込み、実質GDPを年率換算額で2兆円程度下押ししたと試算される（日本銀行より大和総研試算）。7-9月期は中国の経済活動の再開に伴い、中間財や資本財などで挽回輸出が発生するだろう。その後も景気回復を背景に、同国向け輸出は増加が続くとみている。

米欧向け輸出は2022年末にかけて横ばい圏で推移する見込みである。米国では高インフレや金融引き締めなどを受け、設備投資や個人消費の減速などが見込まれる。米国向け輸出は資本財、消費財ともにこうした影響を受けるだろう。欧州向けについても、ウクライナ危機の長期化などを受けて現地企業の設備投資意欲が冴えない中、主力の資本財輸出の伸び悩みが続くとみている。他方、世界的な半導体不足は足元で緩和しつつある。供給制約が解消するとみられる2023年は、米欧における自動車などのペントアップ需要の発現が同国・地域向けの輸出を押し上げるだろう。2023年の米欧向け輸出は自動車関連財がけん引することで緩やかな増加基調に転じるとみている。ただし、米欧中経済はいずれも先行き不透明感が強い。当該国・地域の景気悪化による財輸出の下振れリスクが大きいことには注意が必要だ。

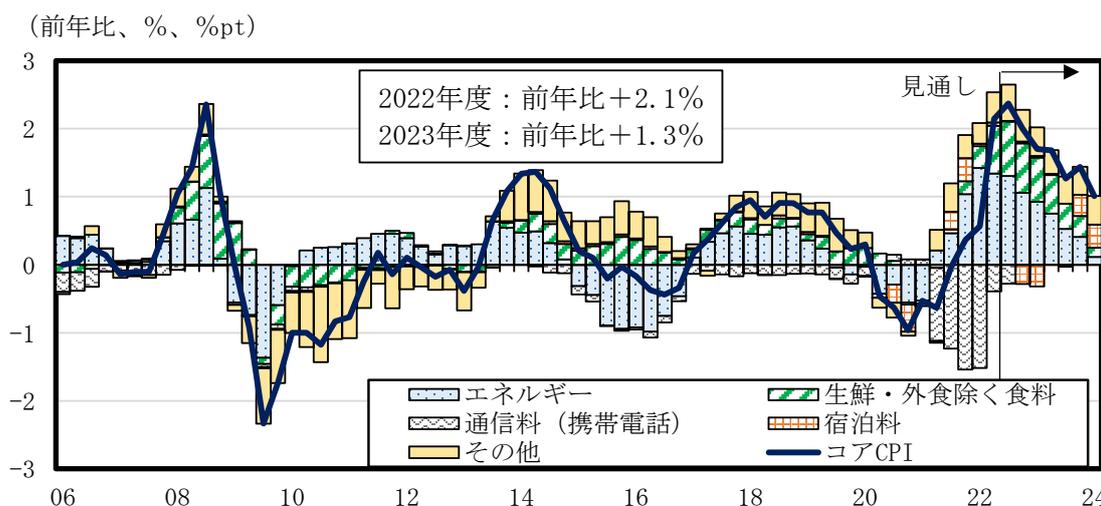
サービス輸出については、インバウンドの受け入れ拡大が押し上げ要因となるだろう。インバウンドの受け入れは2022年6月10日に再開されたものの、要件が厳しいこともあり、観光ビザを取得して入国した外国人数は7月10日までの1カ月間で1,500人程度にとどまった。岸田政権は日本の水際対策をG7諸国並みに緩和する方向で進める方針である。こうした状況を踏まえ、当社のメインシナリオでは、観光客の入国要件が緩和され、現在2万人/日の入国者数上限が10-12月期から段階的に引き上げられることで、2023年7-9月期には中国以外からの観光客が2019年の四半期平均並みに回復すると見込んでいる(中国人観光客については「ゼロコロナ」政策の影響を踏まえて2024年1-3月期に回復すると想定)。

### コア CPI は物価高対策の効果もあって前年比+2%台前半で頭打ちか

CPIは生鮮食品を除く総合ベース(コア CPI)で、2022年度で前年比+2.1%、2023年度で同+1.3%と見込んでいる。四半期別の推移では、2022年7-9月期の同+2.4%が最も高い。その後は輸入物価高の影響が縮小することで伸び率が低下し、2024年1-3月期で同+1.0%となる見通しである(図表5)。

輸入物価(円ベース)は国際商品市況の高騰や円安などの影響で前年比+30~40%前後の高い伸びが続いている。足元のCPIに目を向けると、燃料油価格激変緩和対策(いわゆるガソリン補助金制度)などによってエネルギー価格の急騰は抑えられているものの、輸入物価高の影響で食品価格の伸びが加速している。またサービス関連でも、外食や外壁塗装費など輸入物価の影響を受けやすい品目を中心に価格が上昇している。当面は輸入物価高がCPIの主たる押し上げ要因となる構図が続くだろう。

図表5：2023年度までのコア CPI 見通し



(注) 原油価格(WTI)は2022年度で94.3ドル/バレル、2023年度で88.1ドル/バレル、ドル円レートは2022(年)年度で133.8円/ドル、2023年度で135.1円/ドルと想定。「全国旅行支援」は2022年10月から年末年始を除いて2023年3月末まで実施、燃料油価格激変緩和対策事業は2022年12月まで現行制度のまま実施し、その後は補助額を段階的に縮小させ2023年3月末に終了すると見込んでいる。

(出所) 総務省統計より大和総研作成

他方、政府は物価高対策を強化する方針である。2022年10月期の輸入小麦の政府売渡価格は2022年4月期の水準から2割程度上昇する可能性があったが、物価高対策の一環として価格を据え置く見通しだ。小麦粉やパン、麺類などでは原材料高に起因する一段の値上げが抑制されるだろう。さらに、9月末で期限を迎える燃料油価格激変緩和対策について政府は、10月以降も延長する方向で検討に入った。

当社の物価見通しでは、輸入小麦の政府売渡価格の据え置きを考慮しつつ、燃料油価格激変緩和対策について現行制度を12月末まで維持し、その後は補助額を段階的に縮小しながら2023年3月末まで継続すると想定している。また、2022年度下半期の実施を想定した全国旅行支援はCPIの宿泊料を押し下げるとみられる。資源価格や為替レートが足元の水準で推移し、こうした政策効果が働けば、コアCPIの前年比はピーク時でも+2%台前半にとどまるだろう。

## 2. ウィズコロナに向けた消費行動の正常化の課題

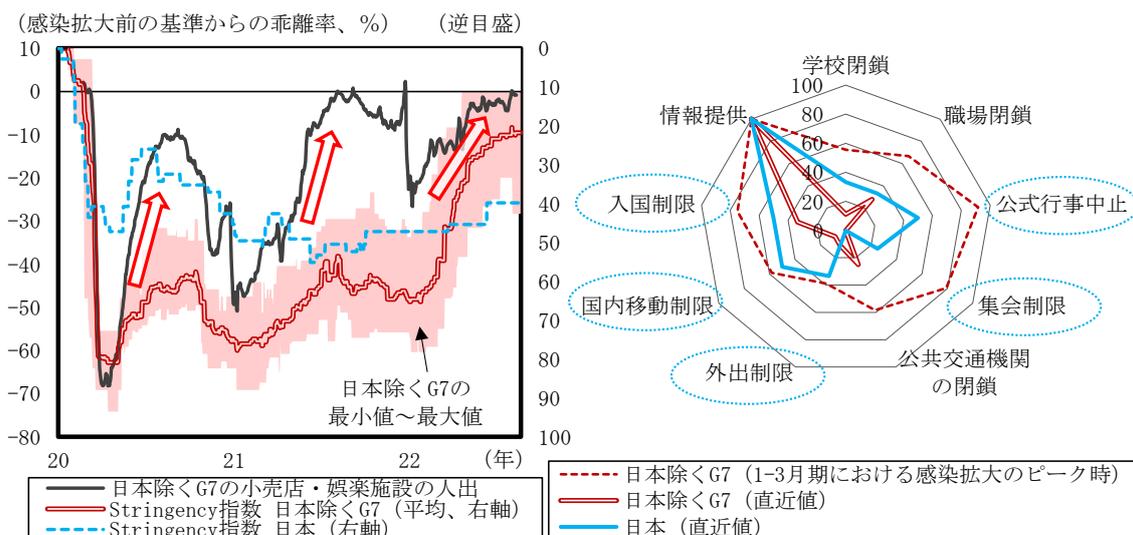
### 日本の感染拡大防止策の厳しさは今や主要先進国平均を大きく上回る

国内では新型コロナウイルスの感染症法上の扱いの見直しについて議論が始まっている。水際対策についても、岸田政権は他のG7諸国並みに円滑な入国が可能となるように緩和を進める方針だ。

**図表6左**では、主要先進国（日本除くG7）と日本の「Stringency 指数」を比較している。Stringency 指数とは、政府による感染拡大防止策の厳しさを数値化したもので、「職場閉鎖」「外出制限」など9項目から算出された指数である。0から100で表され、100に近いほど感染拡大防止策が厳しい。2020年春以降、主要先進国ではロックダウンや緊急事態宣言などの厳しい感染拡大防止策が断続的に実施された。しかしながら2021年にはワクチンが普及し、重症化率が比較的低いオミクロン株が主流となったことで、主要先進国の感染拡大防止策は2022年2月頃から急速に緩和された。小売店・娯楽施設の人出も感染拡大前の水準をおおむね回復している（**図表6左**）。一方、日本の緊急事態宣言などの措置は政府からの要請にとどまるためStringency 指数の上昇は主要先進国に比べて緩やかだったが、その後も高止まりが続いたことで、直近では主要先進国の平均値を大きく上回る水準にある。

Stringency 指数の構成項目を見ると、主要先進国では2022年1-3月期の感染拡大のピーク時から「公式行事中止」「集会制限」「国内移動制限」などの規制が大幅に緩和され、直近ではコロナ規制や水際対策はほぼ撤廃された（**図表6右**）。日本では「公式行事中止」「集会制限」「外出制限」「国内移動制限」等の規制や推奨が今なお継続していることが主要先進国との違いといえる。また、日本の「入国制限」の数値はさほど高くないが、これは入国者数の上限設定や、一部の国・地域からのツアー客に限定したインバウンドの受け入れといった措置が評価に反映されていないためである。実態としては比較的厳しい水際対策が実施されている。

図表6：主要先進国と日本の Stringency 指数（左）、Stringency 指数の構成項目の比較（右）



(注1) 小売店・娯楽施設の人出の感染拡大前の基準は2020年1月3日から2月6日の曜日別中央値。

(注2) 右図は一番厳しい状態（または望ましい政策段階）を100%、該当する対策を行っていない場合0%とした。フランスは8月1日、ドイツは8月8日、イタリア、カナダは8月15日、日本は8月16日、英国は8月17日時点。

(出所) オックスフォード大学、Google、CEICより大和総研作成

#### 感染拡大防止策などの影響でイベントや遠距離旅行、宴会などの需要が停滞

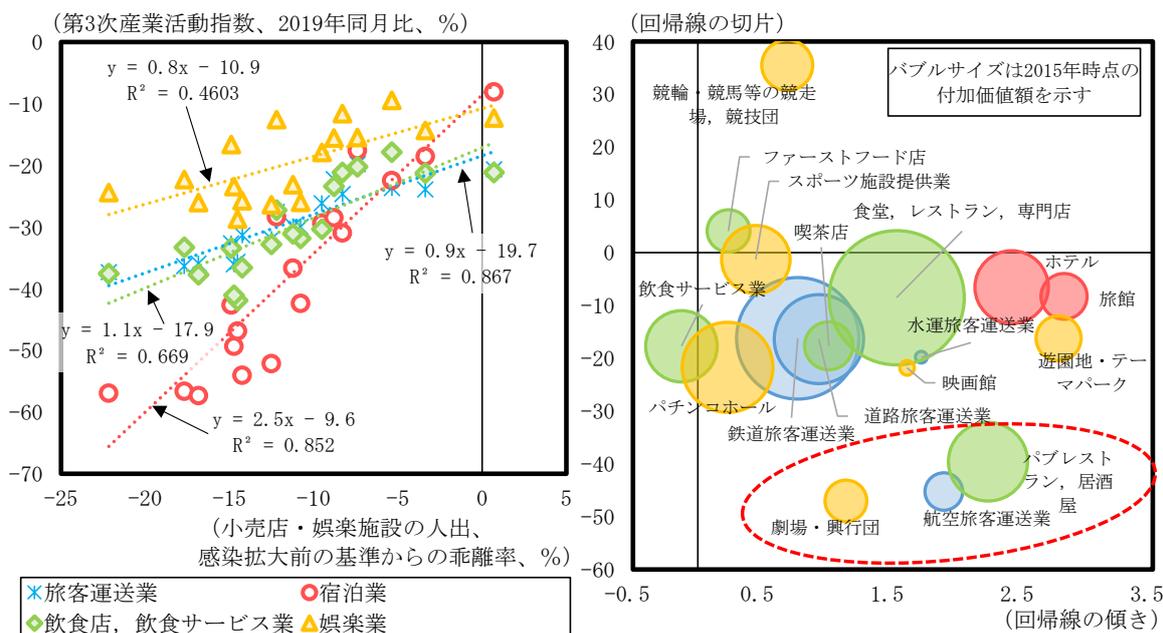
主要先進国よりも厳しい日本政府の感染拡大防止策は、サービス消費やインバウンド消費の回復の足かせになっているとみられる。その状況を詳しく見るため、供給側統計である第3次産業活動指数（経済産業省）から感染拡大の影響を受けやすい「旅客運送業」「宿泊業」「飲食店、飲食サービス業」「娯楽業」の4業種について特徴を整理したのが図表7である。

4業種の活動指数と人出の動きを散布図で示した図表7左を見ると、回帰線の決定係数（R2）の高さから、いずれの業種も人出の影響を強く受けることが示唆される。宿泊業は回帰線の傾きが比較的大きく、人出の影響を特に受けやすい業種といえる。ただし足元では変化が見られる。2022年6月は人出が前月から減少する中で活動指数が上昇し、感染「第7波」が発生した7月も宿泊需要は回復傾向が継続した（前掲図表4左）。

回帰線の切片に目を向けると、いずれの業種もマイナス圏にあるが、中でも旅客運送業と飲食店、飲食サービス業の切片が低い。これらの業種では人出が感染拡大前の水準を回復しても、感染拡大防止策が継続されれば、活動指数が十分に回復しない可能性がある。

図表7右は上記4業種を細分化し、それぞれの業種について図表7左と同様に推計した回帰線の傾きを横軸に、切片を縦軸に取ったものである。横軸を見ると、宿泊業以外では「遊園地・テーマパーク」が最も右方に位置しており、宿泊業のように人出の影響を受けやすいことが確認できる。

図表7：感染拡大の影響を受けやすいサービス業の活動指数と人出との関係



(注1) 左図、右図ともに2021年1月～2022年6月のデータ。右図は、第3次産業活動指数の2019年同月比を被説明変数、小売店・娯楽施設の人出の感染拡大前の基準からの乖離率を説明変数として単回帰分析を行い、得られた回帰線の傾きと切片の値を掲載。

(注2) 小売店・娯楽施設の人出の感染拡大前の基準は2020年1月3日から2月6日の曜日別中央値。

(出所) 経済産業省、Google、CEICより大和総研作成

縦軸を見ると、ほとんどの業種はマイナス圏に位置しており、政府による感染拡大防止策や、「3密」回避などの感染症対策の影響が幅広い業種で表れたとみられる。中でも「劇場・興行団」「航空旅客運送業」「パブレストラン、居酒屋」はとりわけ下方に位置している。感染拡大以降、大勢で集まることや遠距離旅行に出かけることが困難になったことに加え、人出も戻っていないことから、業況が構造的に悪化している。これら業種の2022年6月の活動指数は2019年同月を4割前後下回った。一方、「競輪・競馬等の競走場、競技団」や「ファーストフード店」の切片はプラスにあり、感染拡大がこうした需要を結果的に押し上げた様子がうかがえる。

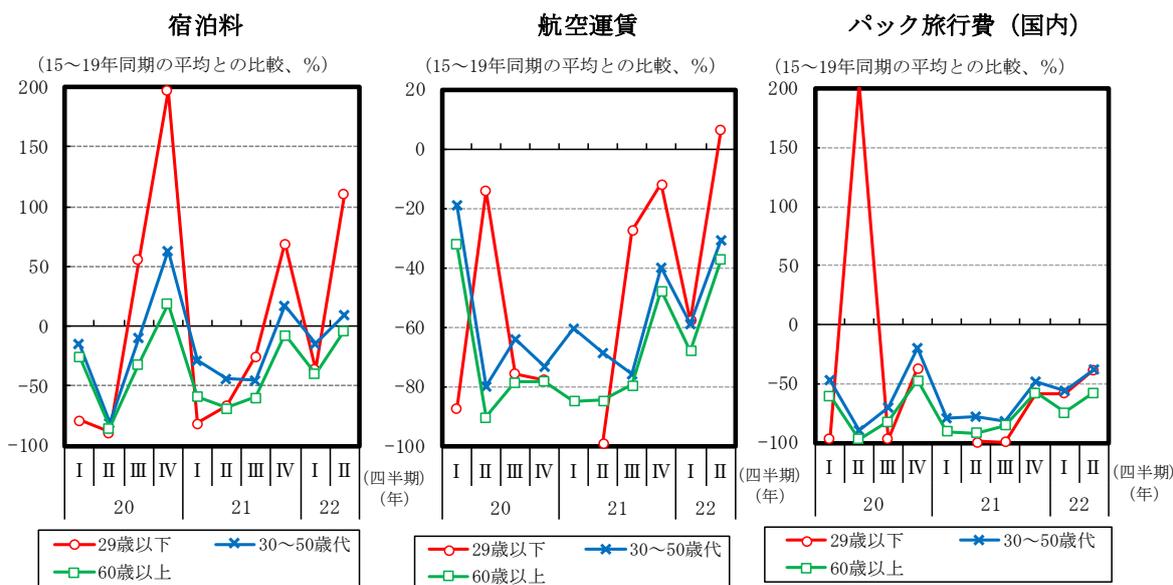
### 感染リスクや隔離措置による負担の大きさなどが中高年齢層の需要回復の足かせに

前述のように宿泊需要は回復傾向にある。ただし近距離旅行が中心であり、遠距離旅行は若年層では需要が回復しているものの、中高年齢層では回復が鈍い。

図表8は家計消費状況調査(総務省)を基に、旅行関連品目のうち宿泊料、航空運賃、パック旅行費(国内)の推移を世帯主の年齢階級別に見たものである。2022年4-6月期の宿泊料は29歳以下で2015~19年同期の平均値(以下、基準値)を+110%超上回り、好調さが際立っている。30~50歳代や60歳以上でも基準値前後まで回復した。これに対して航空運賃は29歳以下で基準値を超えた一方、30~50歳代や60歳以上では基準値を30~40%ほど下回った。パック旅行費(国内)は全ての年齢層で低迷している。感染を避けるため団体旅行を控え、個人で宿泊施設を予約する動きが広がったことが一因とみられる。

<sup>6</sup> 当該品目の支出額は毎年の振れが大きいため、ここでは2015~19年同期の平均値を基準として比較した。

図表8：世帯主の年齢階級別 旅行関連品目の支出額の推移



(注) CPI (2020年基準) で実質化。29歳以下の「航空運賃」と「パック旅行費 (国内)」における2021年1-3月期のデータは欠損。

(出所) 総務省統計より大和総研作成

こうした旅行行動の違いの背景には、感染による健康リスクや、隔離される場合の経済社会的負担の大きさなどがあると考えられる。例えば、世帯主が30～50歳代の世帯は29歳以下や60歳以上の世帯に比べて世帯人員や有業人員が多い。感染した場合や濃厚接触者となった場合、家族や職場に感染を広げてしまうことや、隔離措置で様々な活動が制限されることによる影響は他の世帯よりも大きいとみられる。

また、高齢者は4回目のワクチン接種が進んでいるとはいえ、感染した場合の重症化リスクは他の年齢層よりも高い。内閣府が2022年6月上旬に行った調査<sup>7</sup>によると、60歳以上の回答者は行動再開にあたり重視する情報として、「新規感染者数の推移」「政府の対策内容」「地方自治体の対策内容や呼びかけ」などを挙げる割合が他の年齢層よりも高かった。足元では1日あたり新規感染者数が高水準にあり、高齢者に対する不要不急の外出自粛などを要請する「BA.5対策強化宣言」が25道府県(8月18日時点)で発出された中では、高齢者は遠距離旅行など感染リスクを伴う行動を控えようとするだろう。

### サービス消費の本格回復を占う上でもコロナ関連の制度見直しと新型ワクチンに注目

いずれ日本の感染拡大防止策は主要先進国並みに緩和され、新型コロナウイルスの感染症法の扱いは現在の「2類相当」から引き下げられるだろう。人の流れやイベントの開催は活発になり、感染拡大によって経済社会活動が抑制される事態は発生しにくくなる。米国疾病予防管理センター(CDC)は濃厚接触者の隔離基準を撤廃したが、日本でも自己隔離が不要になれば、30～50歳代の世帯を中心に濃厚接触者となった場合の経済社会的負担は大きく軽減される。

<sup>7</sup> 「第5回 新型コロナウイルス感染症の影響下における生活意識・行動の変化に関する調査」(2022年7月22日)

だが、こうした取り組みが進んだとしても、新型コロナウイルスの脅威が十分に低下しなければ、全ての年齢層で感染拡大前のような消費行動を取ることは難しい。この点、厚生労働省はオミクロン株に対応した新型ワクチンの接種を10月中旬以降に開始する方針を決定した。従来型ワクチンよりもBA.5の感染予防効果が高いという新型ワクチンの普及により、高齢者などが接触や移動を伴う消費の機会を増やしても健康リスクが高まらなかつたり、大人数のイベントや宴会を開催しても感染拡大が抑えられたりすれば、サービス消費は本格回復に向かうだろう。日本がウィズコロナ社会を迎えるかどうかを占う上でも、今後はコロナ関連の制度見直しの動向に加え、新型コロナワクチンの接種動向や消費行動への影響が注目される。

図表9：日本経済見通し<第214回日本経済予測（2022年8月19日）>

	2021			2022				2023				2024	2021	2022	2023
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	年度	年度	年度
実質GDP(年率、兆円)	536.8	533.9	539.1	539.2	542.1	549.0	556.0	557.3	558.4	560.4	562.4	564.1			
<前期比、%>	0.5	-0.5	1.0	0.0	0.5	1.3	1.3	0.2	0.2	0.3	0.4	0.3			
<前期比年率、%>	1.8	-2.1	4.0	0.1	2.2	5.2	5.2	0.9	0.9	1.4	1.4	1.2			
<前年同期比、%>	7.3	1.2	0.5	0.7	1.1	2.8	3.1	3.5	3.0	2.1	1.1	1.2	2.3	2.6	1.8
民間消費支出(前期比、%)	0.4	-0.9	2.4	0.3	1.1	1.2	1.3	0.4	0.3	0.2	0.2	0.1	2.6	4.1	1.8
民間住宅投資(前期比、%)	1.6	-1.8	-1.3	-1.4	-1.9	-0.4	1.1	0.6	0.3	0.0	-0.3	-0.3	-1.6	-3.6	1.0
企業設備投資(前期比、%)	1.2	-2.1	0.2	-0.3	1.4	1.8	1.9	1.3	1.2	1.2	1.1	1.0	0.6	3.8	5.3
政府消費支出(前期比、%)	0.9	1.1	-0.3	0.4	0.5	0.5	0.8	-1.8	-1.3	-1.1	0.1	0.1	2.0	1.3	-2.8
公共投資(前期比、%)	-2.5	-3.3	-3.7	-3.2	0.9	1.5	1.3	0.9	0.8	0.5	0.3	0.3	-7.5	-1.7	3.0
輸出(前期比、%)	3.0	0.0	0.6	0.9	0.9	0.6	1.7	1.2	0.7	1.0	0.8	0.8	12.5	3.7	4.0
輸入(前期比、%)	4.4	-1.1	0.4	3.5	0.7	0.5	1.3	0.5	0.4	0.7	0.4	0.3	7.2	4.5	2.4
名目GDP(前期比年率、%)	-0.7	-1.9	1.9	1.5	1.1	8.2	6.4	1.7	1.7	1.9	2.1	1.6	1.3	3.1	2.7
GDPデフレーター(前年同期比、%)	-1.1	-1.1	-1.3	-0.5	-0.4	0.3	1.0	0.8	1.4	0.8	0.7	0.6	-1.0	0.5	0.9
鉱工業生産(前期比、%)	0.3	-1.9	0.2	0.8	-2.7	3.2	2.9	2.0	0.9	0.0	0.2	0.2	5.7	1.8	4.9
コアCPI(前年同期比、%)	-0.6	-0.0	0.4	0.6	2.1	2.4	2.0	1.7	1.7	1.3	1.4	1.0	0.1	2.1	1.3
失業率(%)	2.9	2.8	2.7	2.7	2.6	2.5	2.5	2.4	2.4	2.4	2.3	2.3	2.8	2.5	2.3
貿易収支(兆円、年率)	4.0	-0.9	-2.9	-6.8	-15.0	-11.2	-11.0	-10.7	-10.8	-10.2	-9.9	-9.5	-1.6	-11.9	-10.1
経常収支(兆円、年率)	17.9	11.9	11.4	9.1	5.4	6.5	6.9	7.4	7.7	7.8	8.2	8.7	12.7	6.6	8.1
前提															
原油価格(WTI、ドル/バレル)	66.2	70.5	77.1	95.0	108.5	92.4	88.1	88.1	88.1	88.1	88.1	88.1	77.2	94.3	88.1
為替レート(円/ドル)	109.4	110.1	113.7	116.2	129.6	135.4	135.1	135.1	135.1	135.1	135.1	135.1	112.3	133.8	135.1

(注) 網掛け部分は大和総研予想。  
(出所) 大和総研

# 米国経済 インフレ頭打ちは本当か

インフレが高止まりするリスクは残り、大幅利上げは継続する可能性

矢作 大祐

## [要約]

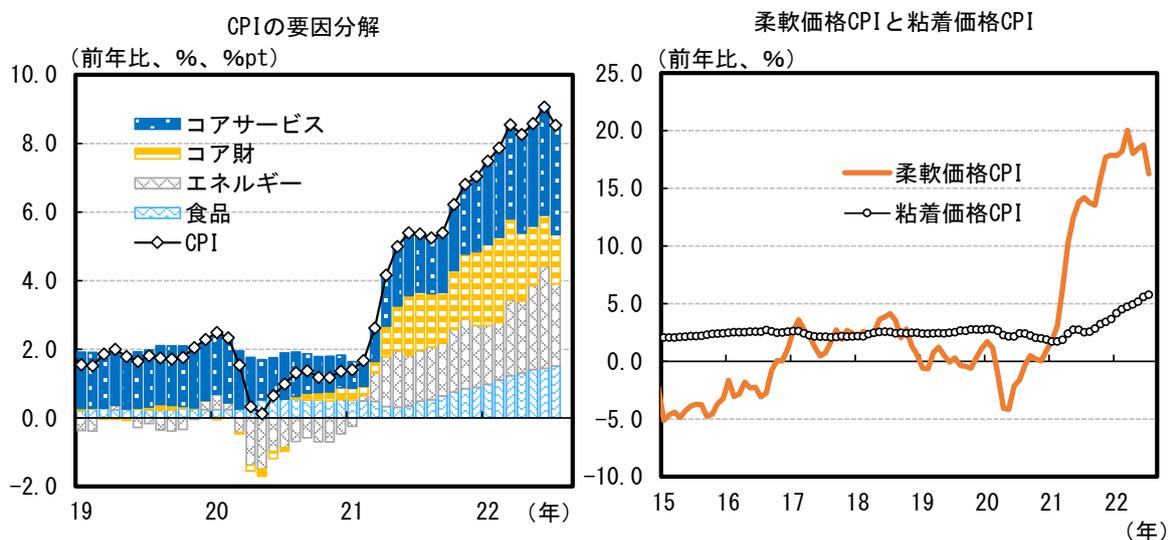
- 7月の主要物価指標が市場予想を下回ったことで、市場ではインフレが頭打ちしたとの認識が広まりつつある。とりわけ、CPIに関しては、ヘッドラインに加えて、コアも減速したことで、市場に安堵感が生まれたわけだが、今後も順調に減速していくと楽観視するのは尚早だろう。住宅価格を含む、短期的に価格変動しにくい品目を集めた粘着価格CPIは上昇し続けている。粘着価格CPIが減速しなければ、消費者の期待インフレが高水準で定着し、インフレが高止まりするリスクは残ることになる。
- インフレ頭打ちとの認識が広まる中で、9月のFOMCで利上げ幅が0.50%ptに縮小されるとの観測が強まっている。もっとも、インフレが高止まりするリスクは残っており、利上げ幅の縮小は予断を許さない。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。他方、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、インフレが高止まりするリスクに関しては共通して懸念を示しており、利上げ幅の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。

## インフレ頭打ちは本当か

米国経済は高インフレと景気悪化リスクの高まりという懸念に直面しているが、足下の経済指標はこうした懸念を和らげる結果となった。まず、インフレに関しては、7月のCPI、PPI、輸入物価といった主要物価指標のヘッドラインが市場予想を下回った。とりわけ、注目されたCPIに関しては、ヘッドライン（前月比+0.0%（市場予想：同+0.2%）、前年比+8.5%（市場予想：同+8.7%））に加え、コアCPI（前月比+0.3%（市場予想：同+0.5%）、前年比+5.9%（市場予想：同+6.1%））も市場予想を下回った。原油価格の下落によってエネルギーがヘッドラインの伸びを抑制することは想定されていたが、エネルギーが含まれていないコアCPIも減速したことは市場にとってポジティブサプライズであったといえる。

コアCPIの内訳を見ると、コア財（前月比+0.2%）、コアサービス（同+0.4%）ともに伸び幅が縮小した。財価格の減速に関しては、個人消費が財からサービスへと移行したことで需要が抑制されつつあるとともに、中国でのロックダウンの緩和などによってサプライチェーンの混乱に改善が見られたことなどが背景としてはあるだろう。また、サービス価格に関しては、エネルギー価格の下落やバケーション需要の一服によって、航空料金といった輸送サービス価格が落ち込んだことが全体を押し下げた。

図表1 CPIの要因分解、柔軟価格CPIと粘着価格CPI



(出所) BLS、アトランタ連銀、Haver Analytics より大和総研作成

7月の主要物価指標の結果を受け、市場ではインフレの頭打ちが意識されつつある。しかし、たとえ頭打ちとなったとしても、今後も順調に減速していくと楽観視するのは尚早だろう。7月にインフレの抑制要因となったエネルギー価格に関しては、ウクライナ・ロシア間の紛争のように地政学リスクの状況によって左右される。また、サプライチェーンの混乱が引き続き改善していくかは、新型コロナウイルスの感染状況次第ともいえる。そして、コアサービスに関しては、ウェイトの大きい住宅価格がカギを握る。FRBの利上げを背景とした住宅ローン金利の上昇などによって住宅市場は調整が進んでいるが、住宅価格はタイムラグをもって変動する傾向が

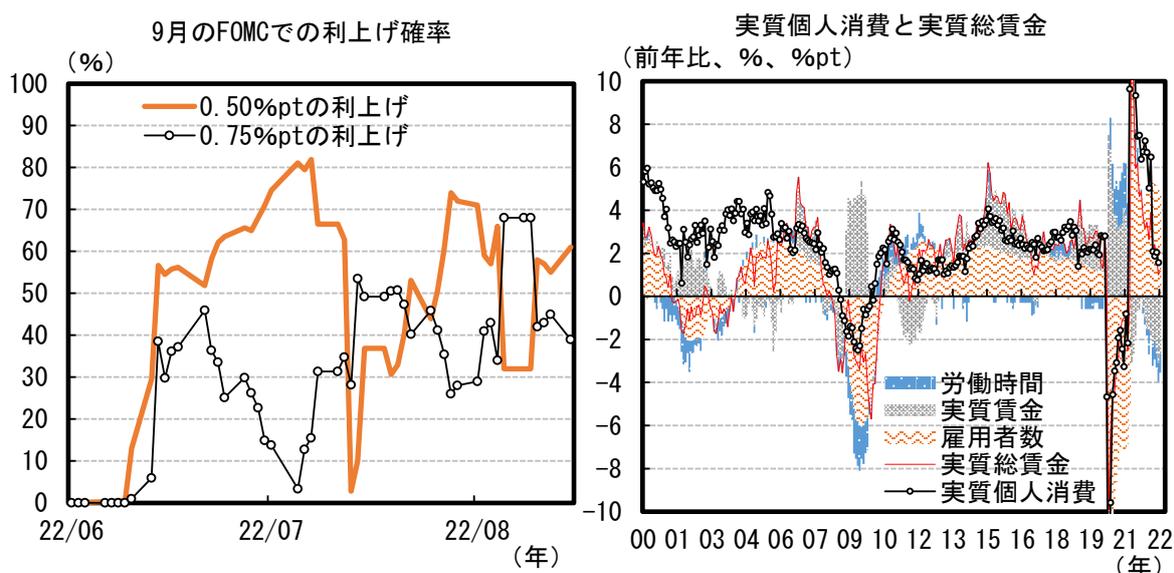
あり、依然として高止まりしている。足下で減速傾向にあるのは、短期的に価格変動しやすい品目を集めた柔軟価格 CPI（アトランタ連銀公表）であり、住宅価格を含む、短期的に価格変動しにくい品目を集めた粘着価格 CPI（同上）は上昇し続けている。両者のウェイトを見ると、柔軟価格 CPI が約 3 割と小さく、粘着価格 CPI は約 7 割となっている。当面、柔軟価格 CPI が減速しても、粘着価格 CPI が減速しなければ、消費者のインフレ見通し（期待インフレ）が上昇しかねない。期待インフレが高水準で定着すれば、物価は高止まりするリスクは残る。

## 雇用環境は依然堅調、9 月 FOMC での利上げ幅縮小のインセンティブは低い

7 月の各種物価指標が頭打ちの兆候を示したことで、市場では利上げ幅の縮小観測が強まっている。CME（シカゴ・マーカンタイル取引所）が算出する FedWatch（FF 先物市場から算出される利上げ・利下げ確率）によると、直近では 9 月の FOMC の利上げ幅の縮小（0.50%pt へ）が 6 割前後、維持（0.75%pt）が 4 割前後と、利上げ幅の縮小が市場では優勢といえる。しかし、前述の通り、インフレが高止まりするリスクは残っており 9 月 FOMC での利上げ幅の縮小は予断を許さない。9 月の FOMC での利上げ幅を考える上では、景気が大きく落ち込むリスク（利上げ幅の縮小）と、インフレが高止まりするリスク（利上げ幅の維持）を比較衡量する必要が出てくるだろう。

足下の景気を確認すると、4-6 月期の実質 GDP 成長率が 2 四半期連続でマイナス成長となったことで、市場基準では景気後退（テクニカル・リセッション）となった<sup>1</sup>。設備投資や住宅投資がマイナスとなったことが押し下げ要因となり、民間最終需要も前期から横ばいと減速感強い。ただし、個人消費は底堅いままであり、本格的な景気後退には至っていない。仮に景気が利上げ幅の縮小を促すとすれば、米国経済の屋台骨である個人消費が腰折れする場合となる。

図表 2 9 月の FOMC での利上げ確率、実質個人消費と実質総賃金



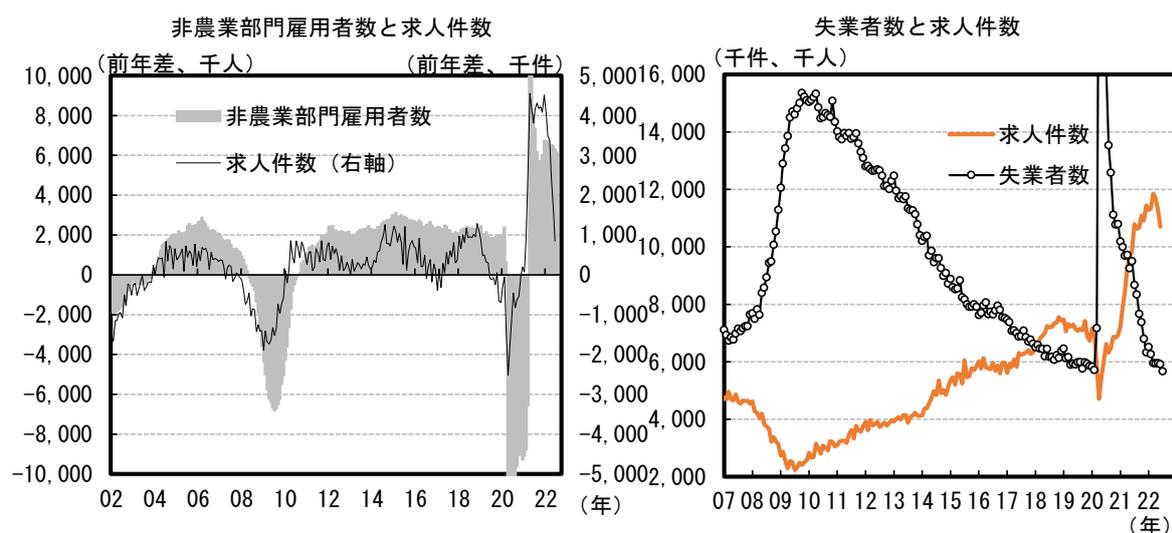
(出所) CME、BEA、BLS、Haver Analytics より大和総研作成

<sup>1</sup> 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 矢作大祐「米 GDP 2 四半期連続のマイナス成長」(2022 年 7 月 29 日) 参照 [https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20220729\\_023195.html](https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20220729_023195.html)

個人消費の裏付けとなる雇用・所得環境を確認すると、7月は雇用者数の伸び幅が拡大し、賃金上昇率が前月比で加速したことからわかるように、堅調さを維持したといえる。これら（雇用者数、賃金）に労働時間を加え、物価上昇分を控除した実質総賃金を見ると、前年比で減速しつつもプラス域で推移しており、実質個人消費と概ね連動していることが見て取れる。内訳を見ると、高インフレが実質賃金を押し下げる一方で、雇用者数の伸びの高さが実質総賃金のプラス幅を維持する上でのバッファーとなっている。景気後退期においては、雇用者数の伸びがマイナスに転じ、個人消費を押し下げる傾向があるが、足下の雇用者数の伸びの高さを踏まえば、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。7月の小売売上高が実質ベースで増加したことは、堅調な雇用環境とインフレの減速が家計の消費余力を押し上げ、個人消費が大きく落ち込みにくいことを示しているといえる。

では、今後雇用者数の伸びが大幅に縮小し、マイナスに転じることは考えられるのだろうか。これまでに実施してきた金融引き締め等の影響もあり、企業の雇用マインドの悪化や求人件数の減少に見られるように労働需要は低下している。過去の景気後退期を振り返ると、景気が悪化する中で、まず求人件数が前年差でマイナスに転じ、その後に失業者数の前年差での増加、及び雇用者数の前年差での減少という過程を経ることが多い。求人件数（前年差）を見るとプラス幅は縮小しており、遅かれ早かれマイナスに転じることが想定される。しかし、求人件数の水準は失業者数を大きく上回っており、コロナ禍前にも見られないほどの労働需要の強さとなっている。求人件数（前年差）がマイナスに転じたとしても、過去の景気後退期のような失業者数の大幅な増加や雇用者数の大幅な減少といった雇用環境の大崩れが発生することは当面想定しづらい。

図表3 非農業部門雇用者数と求人件数、失業者数と求人件数



(出所) BLS、Haver Analytics より大和総研作成

雇用環境が大崩れしにくい状況にあることは、個人消費を引き続き下支えすることで景気後退懸念を和らげる。同時に、大幅利上げの継続を米国経済が許容できることを示唆している。加えて、雇用環境の堅調さがインフレを高止まりさせる可能性もある。具体的には、労働需要が高

い中で、国内の55歳以上の世代が引退等により労働供給の拡大を抑制していることから、労働需給のタイトさが継続し、賃金上昇率が高止まりする恐れがある。そして、足下では生産性が伸び悩んでいることから、賃金上昇率の高止まりがインフレ圧力へとつながりやすい。こうした雇用環境の堅調さが、インフレを高止まりさせるリスクを含むことも踏まえれば、9月のFOMCで利上げ幅を縮小するインセンティブは、市場が期待するほど高くないといえるだろう。

## 大幅利上げができるうちが花

9月のFOMCまで1ヵ月程度の時間があり、その間には8月の雇用統計やCPIの公表が予定されている。8月の雇用統計及びCPIが減速傾向を示せば、市場は9月FOMCでの0.50%ptの利上げ予想を一層強めることが予想される。他方で、FOMC参加者にとっては、雇用者数やCPIが多少の減速にとどまる場合（大幅なマイナスへと転換しない限り）は、利上げ幅の縮小を決断することに消極的になる可能性がある。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、前述のインフレが高止まりするリスクに関しては共通して懸念を示しており、利上げ幅の縮小に向けたハードルは高い。

また、0.75%ptの利上げを主導してきたブラード・セントルイス総裁は、8月9日のインタビューで、9月のFOMCで0.75%ptの利上げを継続し、その後のFOMCで利上げ幅を縮小するのか、9月以降のFOMCで利上げ幅を均等にするのかについては、戦略的な決定となるとの見解を示した。その上で、ブラード総裁自身は前倒しでの利上げを好むと述べた。市場参加者にとっては更なる0.75%ptの利上げは、金融環境をさらに大幅にタイト化させ、景気を一層冷やし得ることから短期的には歓迎されるものではないかもしれない。しかし、大幅利上げができるということは、少なくとも景気が悪くない状況であるということも再認識すべきだろう。つまり、大幅利上げができるうちが花、といえるのかもしれない。

堅調な雇用環境が個人消費、ひいては米国経済をサポートするとはいえ、これまでに実施してきた金融引き締めが景気を冷やしていくことが想定されるとともに<sup>2</sup>、今後は気温が低下していく中で新型コロナウイルスの感染状況が再び悪化し、サービス消費が再び落ち込む可能性も否定できない。また、9月に予定されるバランスシート縮小（QT）の加速が金融環境を急激にタイト化させ、株価といった資産価格の下落をもたらすことで、逆資産効果<sup>3</sup>が生じる恐れもある。FOMC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、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。そして、雇用環境が堅調な中で0.75%ptの利上げを継続しておけば、万が一景気が急激に落ち込んだ際に、インフレ抑制的な中立金利以上の水準を維持しながら利下げへと踏み切るための裁量を確保できる点にも注目すべきだろう。

<sup>2</sup> 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 矢作大祐「米国経済見通し 既に景気後退にあるのか」（2022年7月20日）参照 [https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20220720\\_023177.html](https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20220720_023177.html)

<sup>3</sup> 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 矢作大祐「米国経済見通し ソフトランディングは可能か」（2022年6月22日）参照 [https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20220622\\_023119.html](https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20220622_023119.html)

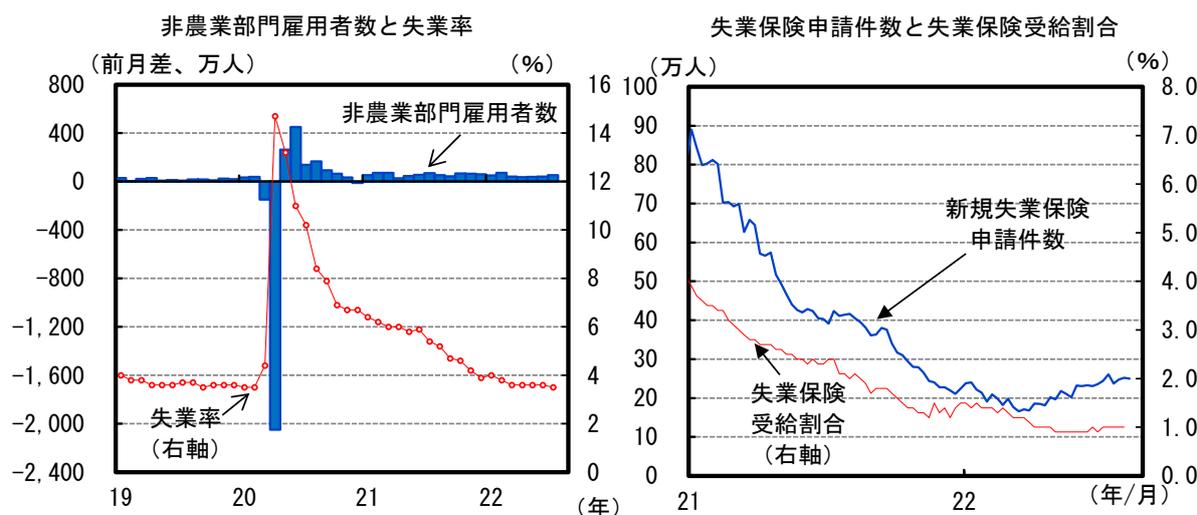
## 雇用環境は堅調、労働需給はタイトなまま<sup>4</sup>

2022年7月の雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月差+52.8万人と加速し、市場予想を大きく上回った。また、失業率は同▲0.1%ptの3.5%とコロナ禍前の最低水準まで低下した。雇用者数、失業率ともに改善したことを踏まえれば、雇用環境は堅調さを維持している。他方、最大の懸念材料であるインフレに関連して、賃金上昇率が高止まりする結果となった。非労働力人口が増加するなど労働供給が伸び悩んでおり、賃金上昇圧力、ひいてはインフレ圧力が和らぎにくいことを示唆しているといえよう。

足下の雇用環境について新規失業保険申請件数を確認すると、直近値(8/7-8/13)は25.0万件の増加となった。失業保険申請件数は緩やかな増加傾向を示しつつあるものの、失業保険受給割合が大幅に上昇していないことから、足下の雇用環境が大きく悪化している気配はない。雇用環境の先行きについても、急激に悪化することは考えにくい。

労働需要に関しては、6月の求人件数が前月差▲60.5万件と大幅に減少したが、依然として失業者数を大きく上回っている。また、6月の1,070万件という求人件数の水準は、広義の失業者数(失業者+潜在的失業者+非自発的パートタイム就業者)とほぼ同水準であり、コロナ禍前にも見られないほどの労働需要の強さとなっている。他方で、労働供給に関しては、米国外からの労働者の流入が労働供給を押し上げている一方で、米国生まれの55歳以上の世代を中心とした労働参加が伸び悩んでいる。この世代には、引退等による労働市場からの退出者も含まれていることを踏まえれば、今後も労働供給の抑制要因となることが想定される。以上を踏まえれば、労働需要の強さが堅調な雇用環境をサポートする一方、労働供給が伸び悩んでいることで、労働需給のタイトさが長期化する可能性があるだろう。

図表4 非農業部門雇用者数と失業率、失業保険申請件数と失業保険受給割合



(出所) BLS、DOL、Haver Analytics より大和総研作成

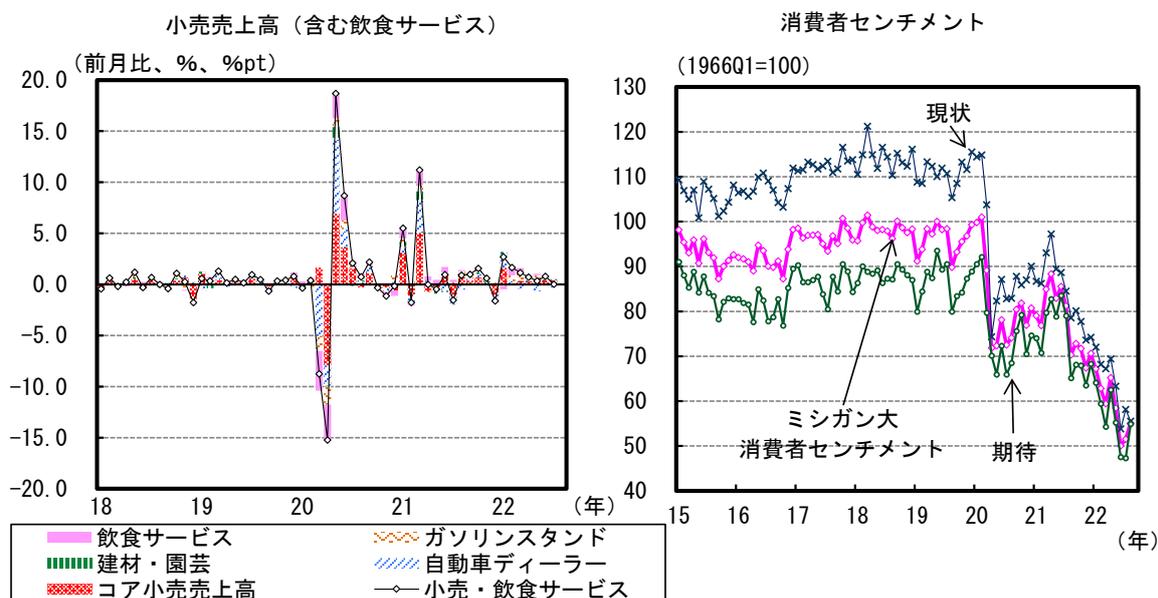
<sup>4</sup> 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 矢作大祐「非農業部門雇用者数は前月差+52.8万人」(2022年8月8日) 参照 [https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20220808\\_023205.html](https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20220808_023205.html)

## 小売売上高は実質ベースで3ヵ月ぶりにプラスに転じる

個人消費の動向を確認すると、2022年7月の小売売上高(含む飲食サービス)は前月比+0.0%と減速し、市場予想(Bloomberg調査:同+0.1%)を下回った。内訳を見ると、ガソリン価格の下落を背景としたガソリンスタンド(同▲1.8%)、在庫不足が続く自動車・同部品(同▲1.6%)が主な下押し要因である。この他、GMS(総合小売)(同▲0.7%)や衣服・宝飾品(同▲0.6%)も振るわなかった。他方で、振れが大きい業種(自動車ディーラー、ガソリンスタンド、建材・園芸、飲食サービス)を除く、コア小売売上高については、同+0.8%と小幅に加速したことから、基調としては堅調さを維持している。とりわけ、アマゾン・プライムデーの影響もあり、無店舗販売(同+2.7%)が大幅に加速したことがけん引役となった。また、名目ベースの小売売上高が減速したとはいえ、実質ベースで見れば同+0.1%と3ヵ月ぶりにプラスに転じた。堅調な雇用環境とインフレの減速が家計の消費余力を押し上げた結果といえる。気がかりなのは、人々が財消費からサービス消費へと移行を進めている中で、飲食サービス(同+0.1%)が小幅な伸びにとどまり、息切れ感が出始めた可能性があることだろう。

続いて、消費者マインドを見ると、ロイター/ミシガン大消費者センチメント(速報値)は、8月が前月差+3.6ptと2ヵ月連続で改善した。しかし、水準は55.1と依然低いままである。構成指数の内訳を見ると、現状指数(同▲2.6pt)は悪化した一方で、期待指数(同+7.6pt)は大きく改善した。ミシガン大学は、低所得層のマインドが改善した一方で、高所得層のマインドが悪化したとコメントしている。低所得層はインフレ・雇用動向の影響を受けやすいことから、足下のガソリン価格の低下に見られるインフレの減速や堅調な雇用環境を背景にマインドが改善したと考えられる。他方で、高所得層は、景気減速に対する懸念を強めた可能性がある。もっとも、足下では株価が上昇基調にある点は、資産効果が波及しやすい高所得層にとっては、マインドをさらに悪化させないバッファーとなり得るだろう。

図表5 小売売上高(含む飲食サービス)、消費者センチメント



(出所) Census、ロイター/ミシガン大、Haver Analytics より大和総研作成

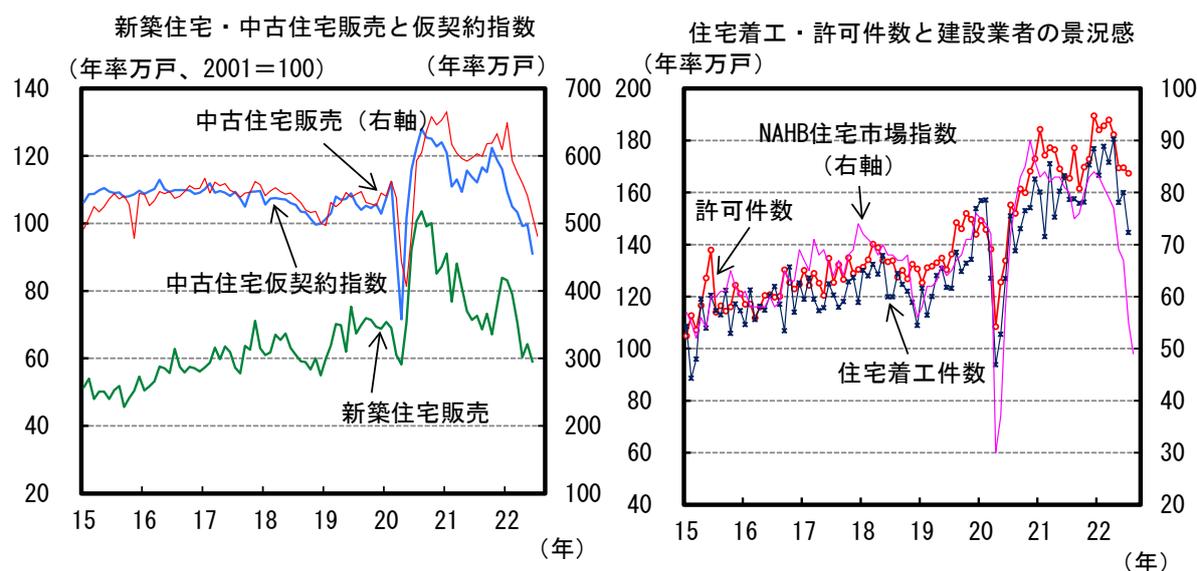
## 住宅市場は調整を続け、建設業者のマインドは大幅に悪化

住宅需要に目を向けると、中古住宅販売（ condominium等含む）に関しては、2022年7月は前月比▲5.9%と6ヵ月連続で減少した。新築住宅販売（戸建）に関しては、2022年6月は同▲8.1%と大幅なマイナスに転じた。新築・中古住宅販売ともに急激に冷え込んでいるといえる。住宅ローン金利は高止まりし、住宅価格も高水準にある中で、住宅取得能力指数は1989年6月以来の低水準となった。住宅を購入する環境は悪化しており、人々の住宅購入意欲は大きく損なわれているといえる。

また、住宅供給に関しては、2022年7月の新築住宅着工は前月比▲9.6%と大幅なマイナスに転じた。また、先行指標である建設許可は同▲1.3%と2ヵ月ぶりに減少しており、住宅建設も減少トレンドとなっている。住宅建設業者のマインドに関しても、悪化が著しい。NAHB（全米住宅建設業協会）住宅市場指数を見ると、2022年8月分は前月差▲6ptと大幅かつ8ヵ月連続で悪化し、水準も49と2020年5月以来の低さとなった。NAHBは、金融引き締めと持続的な建設費の上昇が、住宅不況を引き起こしたと指摘している。

住宅需要の冷え込みに応じて、住宅供給及び建設業者のマインドが悪化しているわけだが、住宅建設が増えなければ、住宅価格の落ち込みは緩やかなものとなるかもしれない。NAHBは2022年の一戸建て住宅の着工数は、2011年以来の前年比減少に転じる可能性を指摘している。住宅価格が落ち込まなければ、インフレを高止まりさせ得る。また、金融引き締めが終盤に近付き、住宅購入を再び検討するフェーズへと移行した際にも、手ごろな住宅が豊富になれば、住宅購入意欲は回復しづら可能性も考えられるだろう。

図表6 新築住宅・中古住宅販売と仮契約指数、住宅着工・許可件数と建設業者の景況感



(出所) Census、NAR、NAHB、Haver Analytics より大和総研作成

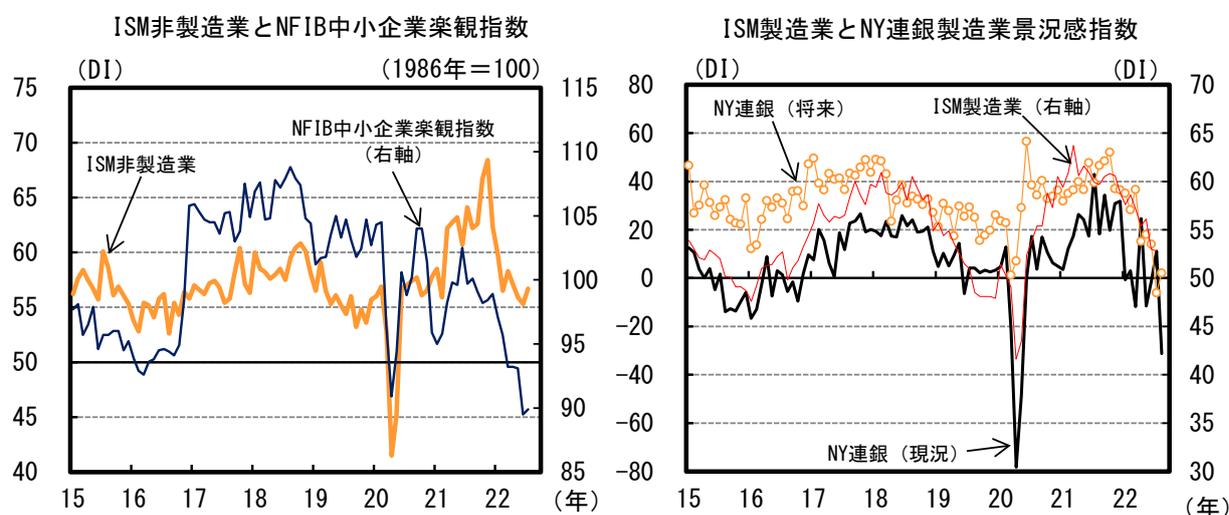
## 7月の企業マインドは数値では小康状態も、景気後退に対する懸念が強まる

2022年7月のISM景況感指数に関して、製造業は前月差▲0.2%ptと小幅に悪化し、52.8%となった。他方、非製造業は同+1.4%ptと4ヵ月ぶりに改善し、56.7%となった。構成項目を見ると、製造業に関しては新規受注指数、生産指数、入荷遅延指数が悪化した。非製造業に関しては、入荷遅延指数以外が改善した。製造業・非製造業ともに数値自体はまずまずの結果といえるが、コメントを見ると、製造業・非製造業ともに、コスト高に悩む声が根強いことに加え、景気後退リスクを指摘する声が上がりはじめた。また、成長したと回答した業種は、製造業が18業種中11業種、非製造業が13業種といずれも減少し、2020年5月以来の少なさとなった。

中小企業マインドに関しては、2022年7月のNFIB(全米独立企業連盟)中小企業楽観指数は、前月差+0.4ptと小幅に改善したが、水準は89.9とコロナ禍の最低水準(2020年4月:90.9)を2ヵ月連続で下回っている。内訳項目を見ると、景況感の改善に対する期待のマイナス幅が縮小したが、水準は極めて低いままである。NFIBは、中小企業は高インフレや労働力不足、サプライチェーンの混乱への対応を続けているとともに、景気後退リスクといった先行きの不確実性に直面していると指摘している。

7月の企業マインドは数値で見れば小康状態といえるが、調査でのコメントや内容を見れば、企業は景気後退懸念を強めている。また、2022年8月中旬までの動向を含むNY連銀製造業景況感指数を見ると、現況指数は前月差▲42.4ptと大幅に悪化した。元々振れの大きい経済指標だが、単月での落ち込み幅は2020年4月(同▲56.7pt)以来の大きさである。現況指数をISM製造業景況感指数ベースに換算すると、45.9%と2020年8月以来初めて50%を下回った。他方、7月にマイナス圏に沈んだ将来指数は同+8.3ptと改善し、プラス圏へと浮上した。NY連銀製造業景況感指数は、期待指数がマイナス圏に沈んだ場合には景気後退となる場合が多いことから、将来指数がプラス圏へと戻ったことは救いといえる。しかし、現況指数の落ち込み幅が景気後退並みの大きさであることを踏まえれば、将来指数の改善は気休め程度といえる。

図表7 ISM非製造業とNFIB中小企業楽観指数、ISM製造業とNY連銀製造業景況感指数



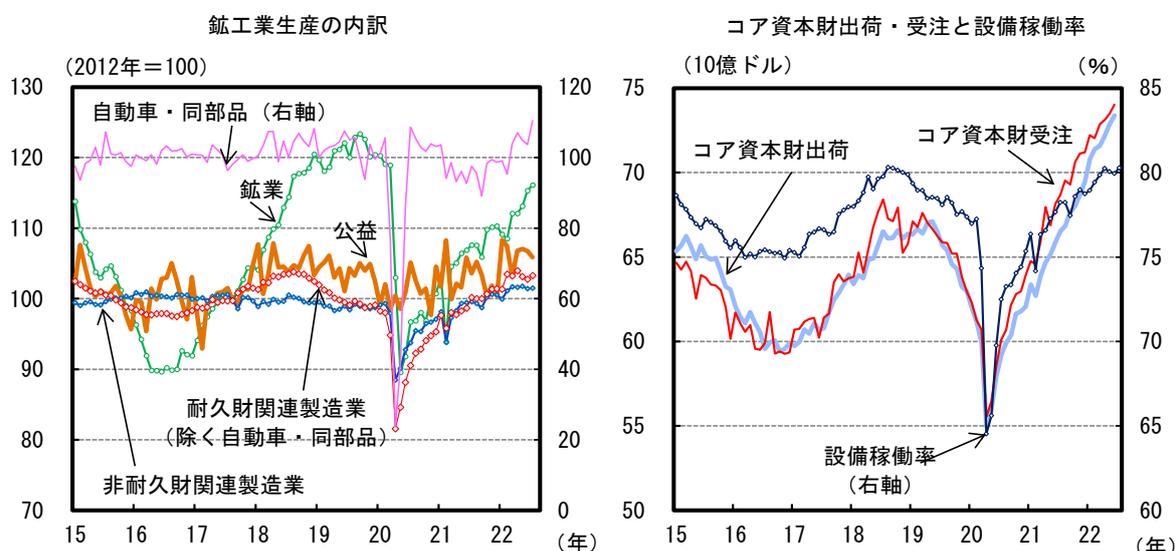
(出所) ISM、NY連銀、NFIB、Haver Analytics より大和総研作成

## 7月の鉱工業生産はプラスに転じる

企業の実体面に関して、2022年7月の鉱工業生産指数は前月比+0.6%とプラスに転じ、市場予想（Bloomberg調査：同+0.3%）を上回った。内訳を見ると、公益（同▲0.8%）がマイナス幅を拡大させ、鉱業（同+0.7%）が減速したものの、製造業（同+0.7%）が3ヵ月ぶりにプラスに転じたことで全体を押し上げた。製造業の内訳を見ると、耐久財（同+1.3%）、非耐久財（同+0.1%）ともに増加に転じた。耐久財に関しては、自動車・同部品（同+6.6%）や金属製品（同+2.1%）、その他輸送用機器（同+1.5%）が大幅なプラスに転じた。なお、家具・家事用品（同▲1.6%）、電気機械（同▲1.4%）は振るわなかった。非耐久財に関しては、印刷（同▲1.7%）や石油・石炭製品（同▲0.9%）のマイナス幅が大きい一方で、ゴム・プラスチック（同+1.3%）や衣服・革製品（同+1.6%）が高い伸びとなったことで全体を押し上げた。5、6月に引き続き7月の結果も冴えなければ、企業活動の減速感が顕著となる恐れがあったが、7月の結果はそうしたネガティブな予想を覆す強い結果となった。5-6月が落ち込んだのは、中国でのロックダウンに伴うサプライチェーンの混乱による短期的な影響もあったと考えられる。

設備投資関連の指標について、機械投資の一致指標であるコア資本財出荷は2022年6月に前月比+0.7%と高い伸びを維持し、先行指標であるコア受注も同+0.7%と加速した。ただし、6月の鉱工業生産が落ち込んだ中で、出荷・受注が増加したのはインフレ加速による押し上げであったと考えられる。7月は鉱工業生産も大幅なプラスに転じたことから、コア出荷・受注も堅調な伸びを示すことが想定される。また、設備稼働率は前月差+0.3%pt上昇の80.3%と高水準にあり、ひっ迫感は強いままである。設備の稼働状況を踏まえれば、当面の設備投資の必要性は高いと考えられる。ただし、FRBによる金融引き締めによって金融環境は引き続きタイト化しており、8月になって企業マインドは冴えない。サプライチェーンの混乱等の悪影響が緩和したことで7-9月期は設備投資が再び活性化すると見込む一方、10-12月期以降は企業の設備投資意欲が再び低下していくと考えられる。

図表8 鉱工業生産の内訳、コア資本財出荷・受注と設備稼働率



(出所) FRB、Census、Haver Analytics より大和総研作成

## 経済見通し

2022年4-6月期の実質GDP成長率は、前期比年率▲0.9%と、2四半期連続のマイナス成長となった。2四半期連続でマイナス成長となったことで、市場基準では景気後退（テクニカル・リセッション）と認識される。最大の下押し要因となったのは民間在庫であるが、住宅投資や設備投資もマイナスに転じたことから、民間最終需要が前期から横ばいとなるなど、減速感強い。もともと、米国経済の屋台骨である個人消費は底堅く推移していることから、本格的な景気後退に至っていない。

足下の経済指標を踏まえれば、7-9月期は住宅投資が引き続き減少すると想定される一方で、個人消費は堅調さを維持し、設備投資も再びプラスに転じると見込む。また、コロナ禍以降は、民間在庫変動が上半期にマイナスとなり、下半期にプラスとなる傾向がある。足下では、景気減速を背景に小売業を中心とした在庫調整が進められており、下半期も大幅なプラスへと転換することは考えにくい。しかし、下半期は年末商戦などがあり、在庫の解消一辺倒ではないことや、在庫不足が指摘される自動車などの生産が増加していることから、4-6月期のような大幅なマイナスとなることは想定していない。結果として、7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.8%とプラスに転じることを想定する。7-9月期は米国経済が堅調さを維持することを背景に、現時点では9月のFOMCでは0.75%ptの利上げを想定している。他方、10-12月期以降は、金融引き締め効果により実質GDP成長率は減速傾向を強めると見込んでおり、利上げ幅の縮小を想定している。

図表9 米国経済見通し

	四半期												暦年			
	2021				2022				2023				2020	2021	2022	2023
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	前年比、%			
国内総生産	6.3	6.7	2.3	6.9	-1.6	-0.9	1.8	1.1	0.8	0.6	1.1	1.3				
〈前年同期比、%〉	0.5	12.2	4.9	5.5	3.5	1.6	1.5	0.1	0.7	1.1	0.9	0.9	-3.4	5.7	1.7	0.9
個人消費	11.4	12.0	2.0	2.5	1.8	1.0	2.5	1.4	1.1	0.9	1.2	1.5	-3.8	7.9	2.5	1.3
設備投資	12.9	9.2	1.7	2.9	10.0	-0.1	2.6	2.3	1.7	1.0	1.5	1.9	-5.3	7.4	4.2	1.7
住宅投資	13.3	-11.7	-7.7	2.2	0.4	-14.0	-15.1	-7.7	-4.2	-0.8	0.1	0.6	6.8	9.2	-6.4	-5.6
輸出	-2.9	7.6	-5.3	22.4	-4.8	18.0	3.6	2.7	2.5	2.3	2.7	3.0	-13.6	4.5	6.2	3.6
輸入	9.3	7.1	4.7	17.9	18.9	3.1	2.2	2.0	1.8	1.6	2.5	2.7	-8.9	14.0	9.8	2.1
政府支出	4.2	-2.0	0.9	-2.6	-2.9	-1.9	3.2	1.4	1.5	1.3	1.5	1.4	2.5	0.5	-1.1	1.4
国内最終需要	10.4	8.0	1.3	1.7	2.0	-0.3	2.0	1.2	1.1	0.9	1.3	1.5	-2.5	6.5	1.7	1.2
民間最終需要	11.8	10.1	1.4	2.6	3.0	0.0	1.8	1.2	1.0	0.9	1.2	1.6	-3.6	7.9	2.3	1.1
鉱工業生産	3.1	6.5	3.5	4.8	4.8	5.4	3.7	2.0	1.2	0.9	1.3	1.6	-7.0	4.9	4.5	1.9
消費者物価指数	4.1	8.2	6.7	7.9	9.2	10.5	6.1	3.7	3.3	3.4	3.0	3.1	1.2	4.7	8.1	4.1
失業率(%)	6.2	5.9	5.1	4.2	3.8	3.6	3.5	3.6	3.7	3.7	3.6	3.6	8.1	5.4	3.6	3.6
貿易収支(10億ドル)	-197	-204	-219	-225	-284	-251	-249	-244	-241	-238	-237	-236	-654	-845	-1028	-952
経常収支(10億ドル)	-189	-206	-226	-225	-291	-257	-253	-247	-242	-237	-234	-232	-620	-846	-1049	-945
FFレート(%)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	1.75	3.25	3.50	3.50	3.50	3.25	3.00	0.25	0.25	3.50	3.00
2年債利回り(%)	0.13	0.17	0.23	0.53	1.44	2.72	3.12	3.25	3.35	3.20	3.16	3.10	0.40	0.27	2.63	3.20
10年債利回り(%)	1.32	1.59	1.32	1.54	1.94	2.93	2.84	2.88	3.02	3.18	3.19	3.13	0.89	1.44	2.65	3.13

(注1) 網掛けは予想値。2022年8月18日時点。

(注2) FFレートは誘導レンジ上限の期末値。2年債利回り、10年債利回りは期中平均。

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

# 欧州経済 多重苦に直面する

冬を前にして、慎重な見方が一段と増す

近藤 智也

## [要約]

- ロシアのウクライナ侵攻が半年に及び、さらに長期化すると予想される中で、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、人手不足や水不足等がサプライサイドの問題の解消を難しくし、そして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。利上げ（金利上昇）という要因も加わった。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おり、積極的な投資や消費は想定しづらい。
- 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、ユーロ圏内の脆弱な国々とドイツの長期金利のスプレッドが拡大しており、イタリア等、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。
- 英国経済は、ユーロ圏の抱えるマイナス面を凝縮した形になっている。ECB よりも半年以上前に利上げに転じた BOE が示した直近のインフレ見通しはユーロ圏よりも高く、景気見通しはユーロ圏よりも低い。つまり、スタグフレーションの可能性を示唆しており、ジョンソン首相の後任のリーダーは難しい舵取りを迫られよう。

## ユーロ圏経済

### 2022年4-6月期のGDP成長率は年率+2.5%と緩やかに加速 ～ 国ごとにばらつきが見られる

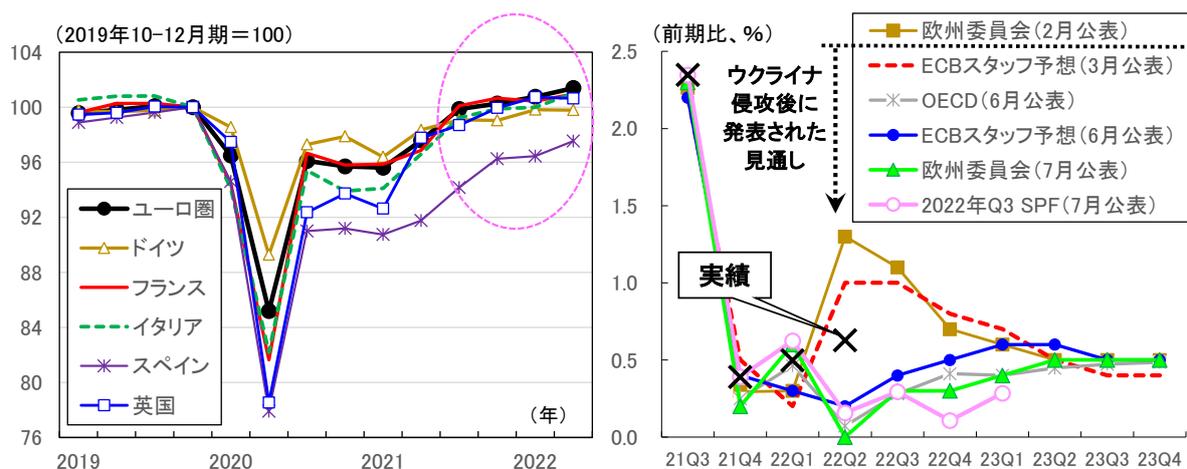
ユーロ圏の2022年4-6月期の実質GDP成長率(改定値)は前期比+0.6%(年率換算+2.5%)と事前予想を上回り<sup>1</sup>、2021年10-12月期の同+0.4%、2022年1-3月期の同+0.5%から緩やかに加速した。ロシアによるウクライナ侵攻の影響がフルに及んだ四半期になったが、侵攻当初の大きなショックが一巡しスパイラル的な悪化は回避された。侵攻を機にエネルギーや食料品など生活必需品の価格が高騰した点が個人消費を押し下げると懸念され、実際、個人消費がマイナスに転じた国がある一方、堅調に推移した国もある等、影響は一様ではない。後者では、行動制限が一段と緩和されて人の移動を伴ったサービス支出の増加や、供給サイドのボトルネックが4-6月期に入って徐々に緩和されて耐久消費財支出の増加につながった可能性もある。だが、消費者マインドは総じて悪化しており、消費の持続性には不透明な要素が多い。

ユーロ圏各国の成長率を見ると、オランダが前期比+2.6%と最も高い伸びを示し、主要国ではスペイン(前期比+1.1%)やイタリア(同+1.0%)、フランス(同+0.5%)が1-3月期の低成長からは加速した。だが、最大の経済大国であるドイツは同▲0.0%とほぼゼロ成長にとどまり、不振が鮮明になった。一方、ラトビア(同▲1.4%)やリトアニア(同▲0.4%)、ポルトガル(同▲0.2%)がマイナス成長に陥った他、オーストリアやベルギー等は伸び率が鈍化した。このように、多くの国で成長率が1-3月期から減速、あるいはマイナスに転じた中で、ドイツを除く主要3カ国が大幅なプラス成長となってユーロ圏全体を牽引した。

主要国の中で最も高い成長を記録したスペインの中身を見ると、家計の最終消費支出が前期比+3.2%と2四半期ぶりにプラスに転じた他、総固定資本形成も同+2.8%と好調を維持し、中でも住宅等の建設投資は同+7.8%と急増した。ECBによる金融引き締め見通し等、金利先高観が強まる中で駆け込み需要が発生した可能性もあり、年後半以降の動向には注意が必要だろう。外需は、輸出が同+1.6%と堅調さを維持したが、輸入が同+4.6%と輸出の伸びを上回ったため、外需の寄与度は4四半期ぶりにマイナスとなった。2四半期ぶりのプラス成長となったフランスの場合、輸入の減少も相まって外需寄与度のプラス幅が拡大する中、企業の設備投資のプラスと家計及び政府の最終消費のマイナスが相殺し、在庫を除く内需の寄与度はほぼゼロとなった。従って、必ずしも力強い回復とはいえないが、フランス国立統計経済研究所は、輸入減は、需要の増加が輸入の増加ではなく、国内における生産の増加で賄われたことを意味するとポジティブに評価する。一方、主要国の中で一人負けの状態になったドイツの場合、ドイツ連邦統計局は、家計と政府の最終消費支出が増加したが、外需のマイナスが相殺したと言及した。また、新型コロナウイルス(以下、コロナ)感染やサプライチェーン問題、そしてウクライナ侵攻といった世界経済を取り巻く困難な状況が、短期的な成長に明確に反映されたという。これらの要因はいずれも継続中のものであり、7-9月期以降もドイツ経済の重しとなるだろう。

<sup>1</sup> 速報値は、前期比+0.7%(年率換算+2.8%)だった。また、ECBが発表したEU域内の専門家への調査(Survey of Professional Forecasters, SPF、7月22日公表)では前期比+0.16%と予想されていた。詳細は、拙稿「ユーロ圏、22年4-6月期は年率+2.8%に加速」(大和総研レポート、2022年8月1日)を参照。

図表1 欧州主要国の実質 GDP (左)、専門家等によるユーロ圏の景気見通し (右)



(出所) Eurostat、ONS、ECB、Haver Analytics 資料より大和総研作成

### 企業景況感・消費者マインドが悪化

欧州の今夏は猛暑に見舞われている。各地で大規模な山火事が相次いで、干ばつによる水不足がもたらす農作物や物流への打撃の他、人々の日常生活にも悪影響を及ぼしている。度重なる熱波の要因として気候変動が指摘されており、国民の環境問題や脱炭素化への意識は高い。ただ、ロシアに対する経済制裁の報復措置として、欧州はロシアからのガス供給が徐々に絞られている。エネルギーの脱ロシアを図る欧州は冬に備えて様々な対策を進めているが、ロシアは、欧州に準備が整うまでの時間的猶予を与えないだろう。欧州の運命がロシアのプーチン大統領に翻弄される中、エネルギーコスト増加や冷房の電力需要の高まりに直面し、欧州にとっては弱り目に祟り目といえよう。ロシアによるウクライナ侵攻の長期化（約6ヵ月が経過）に伴って、2023年を中心に経済見通しの下方修正の動きが続いている。

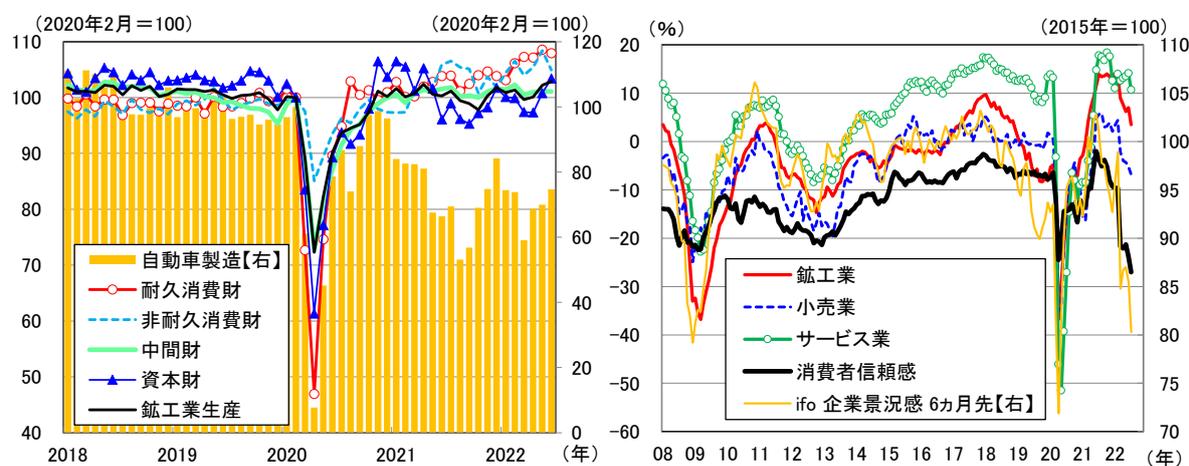
6月のユーロ圏の鉱工業生産（建設除く）は前月比+0.7%と市場予想を上回る伸びとなり、3ヵ月連続で増加した。内訳を見ると、非耐久消費財（同▲3.2%）と耐久消費財（同▲0.6%）等消費関連が不振だったが（中間財は同▲0.1%）、対照的に、資本財は同+2.6%と前月に続く高い伸びとなって全体を押し上げた（エネルギーは同+0.6%）。また、自動車関連は、ウクライナ侵攻によって部品調達がままならず生産が一時的に落ち込んだが、漸く侵攻前の水準を回復した。もっとも、2020年以降の半導体不足という構造問題は解消しておらず、コロナ禍前（2020年2月）の水準を2割以上下回ったままである。国別に見ると、アイルランド（同+6.7%）やマルタ（同+4.8%）、ギリシャ（同+3.4%）等が前月から好調さを維持した他、主要国では、フランスやスペイン、ドイツも揃ってプラスとなった。イタリアのみが同▲2.1%と2ヵ月連続で減少し、ベルギーやラトビアと共に足を引っ張った。

7月のユーロ圏の景況感指数（総合、欧州委員会発表）は99.0と5ヵ月連続で低下し、2021年2月以来の低水準となった。鉱工業、サービス業、小売業、建設業と全ての業種の企業景況感が悪化し、特に、消費者マインドはコロナ禍のボトムを下回り、統計開始以来最低を更新した。6月までは、ウクライナ情勢の長期化・膠着化に伴って景況感は総じて停滞気味だったが、エネルギー供給不足への懸念や供給停止がトリガーとなる景気後退への不安がユーロ圏全体の企業

経営者や消費者のマインドを悪化させているとみられる。

主要国で悪化幅が大きかったのがスペインとドイツであり、ifo 経済研究所が発表した7月のドイツ企業の景況感指数は約2年ぶりの低水準に落ち込んだ。先行き（半年先）の見通しが2020年春のコロナ禍初期以来の水準まで悪化したことが主因で、製造業からサービス業まで広範な業種で悪化する一方、ビジネス環境の現状認識の底堅さは2020年当時との大きな違いである。ifo 経済研究所は、“エネルギー高騰とガス不足の脅威が経済の重しになっている。ドイツ経済は、景気後退の瀬戸際にいる”と指摘する。今後、慎重なマインドを覆すほどのインパクトのある事態が生じない限り、現状認識は、先行きの見通しを後追いしていくと予想され、いずれ「危機」のフェーズに移行する可能性が高い。マインドが悪化している状況下では、供給サイドの問題が解消されたとしても、抑圧されてきた需要が期待通りには顕在化しない可能性がある。

図表2 ユーロ圏の鉱工業生産（左）、ユーロ圏の企業景況感・消費者マインドの推移（右）



(出所) Eurostat、欧州委員会、ifo 経済研究所、Haver Analytics 資料より大和総研作成

### エネルギー危機の悪循環で、経済押し下げリスクが増す

EU はロシアに対する経済制裁の一環として、石炭と原油については、猶予期間や例外的な措置を設けながらもロシアからの禁輸の方針を決定し、脱ロシアを進めてきた。残る天然ガス禁輸については、EU のアクションが具体化する前にロシアが供給量を段階的に絞ってきたことから<sup>2</sup>、EU は、供給制約のもとで生産活動や国民生活への打撃を回避すべく、対応に追われている。

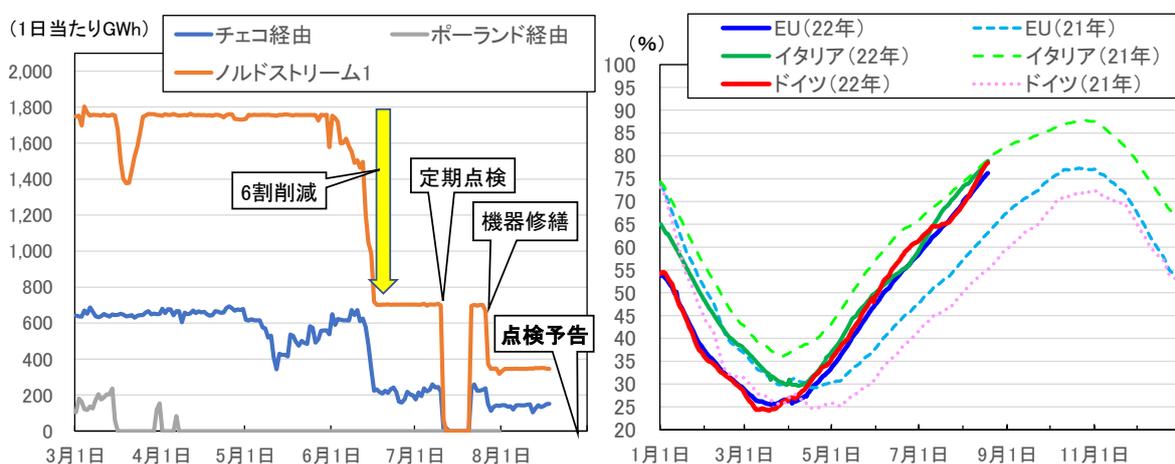
ドイツをはじめとする EU 各国は、冬に備えてガスの貯蔵率を引き上げることに努めており、2021年に比べると貯蔵率は大幅に早いペースで高まっている。脱ロシアプランである RePowerEU に盛り込まれた、「11月1日までに貯蔵率80%（2023年以降は90%）」の目標に対して、8月18日現在のEUの貯蔵率は76.2%となっている。元々ロシア依存度の高かったドイツは、9月1日

<sup>2</sup> ロシア（ロシア国営企業のガスプロム）は、4月下旬のポーランドとブルガリアを手始めにフィンランド、オランダ、デンマーク、ドイツ等のガス会社への供給を停止した。6月半ばには、輸送設備の技術的理由からドイツと結ぶパイプライン（ノルドストリーム1）のガス供給量を大幅に絞られ（6月半ばに6割削減）、7月11日から10日間の定期点検に入り、供給が完全にストップした。供給が再開されるか懸念されたが、21日から点検前の水準（通常の4割）の供給が再開された。だが、ドイツが安心したのも束の間、ガスプロムは25日、タービンの修理を理由に27日から再び供給量を減らすと発表し、通常の2割の水準にとどまっている。

時点で75%、10月1日時点で85%、11月1日時点には95%まで高めるというより高い目標を掲げているが、8月12日に75%を上回り、約2週間前倒しで一つ目の目標をクリアした。ただ、報道によると、ドイツ連邦政府高官は、最終目標95%の実現は難しいかもしれないとの見方を示している。また、EUは、2022年8月から2023年3月まで自主的にガスの使用量を15%削減すること、そして危機的な状況になれば削減を義務化することを決めた。ただ、義務化については、様々な適用除外規定等を設けることで合意形成が優先された（最終的には、ハンガリーとポーランドのみ反対）。

このように、EUは、来たる冬に備えて、LNG等の調達先の多角化や港湾の処理能力の拡張準備等とともに、“節ガス”を進めることで貯蔵率の引き上げに取り組んでいる。だが、EUの必死の努力を嘲笑うがごとく、8月19日、ガズプロムは、設備点検等を理由に8月31日～9月2日の3日間ノルドストリーム1によるガス供給を停止すると発表し、再び供給不安が高まっている。

図表3 ロシアからドイツへの天然ガス供給量（左）、欧州のガス貯蔵率の推移（右）



(注) 左図：パイプライン経由、2022年のデータ。左右いずれも2022年8月18日まで。

(出所) ドイツ連邦ネットワーク庁、Gas Infrastructure Europe (AGSI+) 資料より大和総研作成

さらに、この夏、欧州は猛暑・水不足に見舞われてエネルギー需給が逼迫し、エネルギー価格が押し上げられる等、欧州の企業や家計は、複合的な要因で厳しい状況に置かれている。具体的には、猛暑で冷房需要が高まる一方、エネルギー供給に関しては、各国で様々な障害が生じている。ドイツでは、水不足で主要な物流網であるライン川等の水位が下がっており、貨物船の運行に支障をきたすレベルになると、あらゆる製品の物流が滞る恐れがある。特に、今回は、ガス供給懸念から石炭火力発電の一段の活用が検討されているが、水位低下で大型船の運航が困難になり、石炭・石油製品の輸送に影響を及ぼすとみられる。積載量が限定されるために輸送コストが増して、量を確保できなければ石炭火力発電の稼働率は低下しよう。同様に、原材料の確保が難しくなれば製造業に打撃となろう。船の代替手段として鉄道を利用する場合、貨物輸送が優先されて旅客ダイヤは影響を受ける可能性が指摘されている。ドイツの平均降水量を見ると、2022年は2018年並みに少なく、2018年当時も干ばつで船舶の運航がままならず、化学工業等の生産に影響を与えた。また、ロシアに代わるエネルギー調達先として期待されるノルウェーでは、水不足でダム水位が下がると水力発電能力が低下し、欧州への輸出余力が制限される

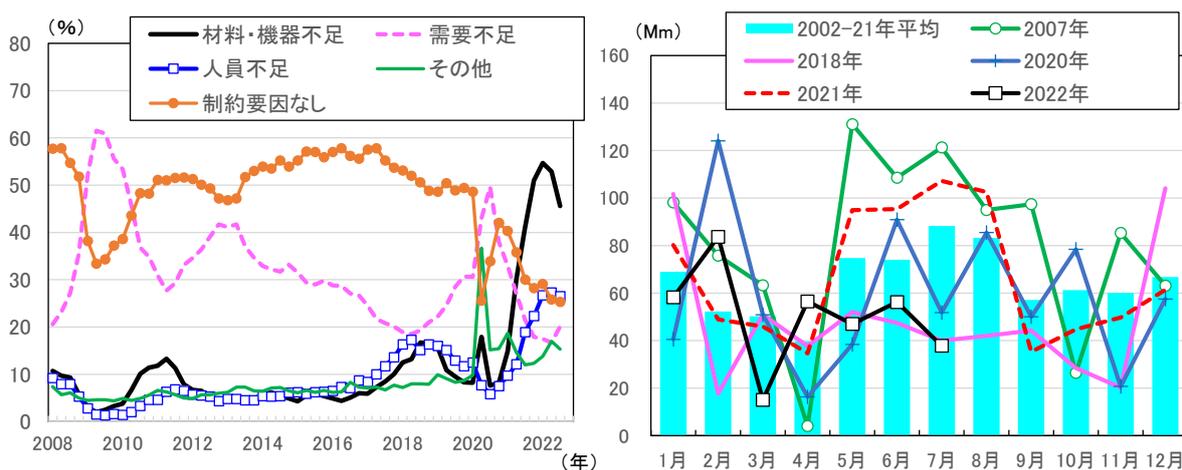
可能性がある。原発依存度の高いフランスでは、水不足+猛暑による水温上昇によって原子炉の十分な冷却効果が得られず、原発の稼働率を抑えざるを得なくなっている。川の水量不足による水力発電能力の抑制ともにダブルでダメージだ。

このように、天然ガスの代替手段が供給制約を受けてしまうと、価格が上昇して割高な天然ガスを使用するしかなく（ガス供給がゼロならそもそも利用できないが）、利用者の負担は一段と増すことになる。また、干ばつで山火事が発生しやすくなって、消火のために水を使い、木が燃えてCO<sub>2</sub>を排出するという悪循環だ。ガスの先物価格は、6月上旬には一旦ウクライナ侵攻前の水準まで下がったものの、ガス供給を巡るロシアの度重なる揺さぶりによって再び上昇に転じ、直近では、ウクライナ侵攻以降の高値（侵攻前の約3倍の価格）を更新している。

また、記録的な干ばつに見舞われた欧州各地では、水の使用が制限されて農業への影響が懸念される。農産物の収穫量が大幅に減ると、食料品価格の上昇につながる恐れがある（農業機械を動かす以外にも、水汲みのために燃料代がかさむという話もある）。干ばつは大陸欧州にとどまらず、英国イングランドの多くの地域でも渇水宣言が出され、一般家庭では庭の水やりや洗車等水の使用が制限され、長引く可能性が指摘されている。

一方、ドイツ政府は、価格高騰で経営が悪化しているエネルギー供給会社をサポートするために、消費者に対して、臨時の賦課金制度（10月1日から実施、2024年4月1日までを予定）を導入することを決定した。平均的な家庭（4人家族、年2万キロワット時使用）の場合、従来よりも年間で480ユーロほど負担が増えると試算される。同時に、政府は、利用者の負担を軽減するために、賦課金と同じ期間、ガス料金に課せられるVATを引き下げると発表した<sup>3</sup>、あくまで上乗せ分の縮小にすぎない<sup>3</sup>。

図表4 ユーロ圏製造業の生産活動制限となる要因（左）、ドイツの平均降水量（右）、



（出所）欧州委員会、ドイツ気象庁、Haver Analytics 資料より大和総研作成

<sup>3</sup> あくまでも単純化した計算だが、価格上昇前のガス料金が100ユーロでVATが20%なら、利用者の負担は100×1.2=120ユーロである。仮に料金が2倍の200ユーロになってVATがそのままなら、負担は200×1.2=240ユーロと倍増する。これに対してVATを10%に引き下げると負担は200×1.1=220、5%なら負担は200×1.05=210になり、減税前よりも負担軽減につながるが、少なくとも料金が上昇した分（200-100=100ユーロ）は利用者を圧迫する点は変わらない。一方、VATを10%に引き下げても政府の税収は価格上昇前と変わらないが（120-100=20）、5%だと税収は減ってしまい（120-100>220-210）、財政は圧迫される。

冬が近づくとつれて、ロシアは今後も様々な理由をつけてガス供給を絞り、欧州に対して揺さぶりをかけていくと予想される。ただ、ロシアの報復に対しては、EUにはガスの消費量（需要）を一段と抑制するぐらいしか対処方法がなく、経済への悪影響は避けられないだろう。一時的に今冬を乗り切る分のガス貯蔵に成功したとしても、恒久的な脱ロシアの目途が立つまでは、EUはロシアのプーチン大統領の戦略に翻弄され、企業や家計はいつ供給が止まるか分からないという緊張状態を強いられることになるだろう。

### 高インフレが重しで、消費者マインドが大幅に悪化 ～ 金利上昇が家計の負担になる可能性

6月の実質小売売上は前月比▲1.2%と大幅に減少し、前年比でも▲3.7%と2021年初以来のマイナスを記録した。消費者は名目の支出総額を増やすことをせず、インフレ分だけ購入量を減らして慎重な行動を取っている。消費者マインドの悪化に沿った結果であり、7月の消費者マインドが一段と落ち込んでいる点を踏まえると、この先の消費動向も抑制されたものとなるだろう。6月の中身を見ると、非食品（自動車燃料を除く）が前月比▲2.6%となり、特に通販・インターネットを通じたオンライン売上が落ち込んだ影響が大きい。国別では、オランダ（同▲3.4%）の減少率が最も大きく、主要国では、ドイツ（同▲1.5%）、フランス（同▲1.2%）、イタリア（同▲1.1%）、スペイン（同▲0.4%）と揃ってマイナスとなった。

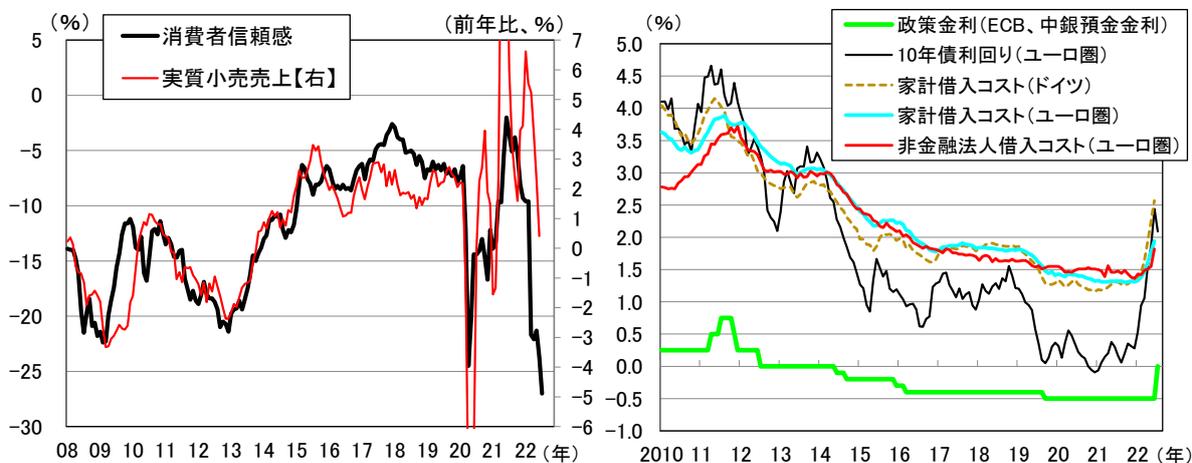
一方、ECBが消費者を対象にした調査 Consumer Expectations Survey（CES）を新たに公表した<sup>4</sup>。6月の最新調査によると、消費者は5月時点と比べて、今後12ヵ月でインフレ率がさらに高まると予想し、名目所得の伸びは変わらないものの、支出は所得を上回る伸びであり、貯蓄を取り崩すことを想定している。今後12ヵ月間の経済成長率の予想は平均で▲1.3%と5月時点（▲1.0%）からマイナス幅が拡大したが、侵攻直後の3月時点（▲1.8%）よりはマイナス幅が小さい。景気に対する慎重な見方を反映し失業率の上昇を見込む。また、2020-21年と上昇期待が続いてきた住宅価格は、足もとで予想上昇率がやや鈍化する一方、住宅ローン金利の先高観が強まっている。国別では、イタリアの住宅ローン金利の水準が高いが、2022年に入ってからの変化幅という点では、ドイツやオランダの消費者が見込む金利上昇幅が相対的に大きい。

ユーロ圏では、2014年半ばからマイナス金利が導入され、コロナ禍になると、大規模な量的緩和策によって長期金利も大幅に低下した。これに連動して企業（非金融法人）や家計の借入コストは低水準で推移し、資金を必要とする主体はそのメリットを享受してきた。だが、2022年に入ると、高インフレを背景に金利先高観が高まり、ユーロ圏の長短金利は上昇傾向にある。自ずと借入コストも増え、家計の借入コスト（住宅購入目的）の増加幅は企業よりも大きく、直近（2022年6月）では2016年6月以来の高水準となっている。CESの調査対象国では、フランスやスペインの借入コストの上昇幅が相対的に小さく、オランダやベルギーはユーロ圏全体を下回り、イタリアは概ねユーロ圏並みであるのに対して、ドイツは突出して上昇幅が大きく足もとの金利上昇の影響を受けていると考えられる。7月に入って長期金利の上昇が一服する一方、

<sup>4</sup> 2022年8月から公表開始された同調査は、ベルギーやドイツ、スペイン、フランス、イタリア、オランダのユーロ圏6ヵ国（ユーロ圏のGDPの85%、人口の83.8%を占める）の18歳以上の約14,000人の消費者を対象に毎月実施されていくという。ユーロ圏の消費者の経済や金融行動を含めた現状認識と期待を調査する。

ECBの利上げを受けて短期金利は引き続き上昇していくとみられる。借入コストの高まりの影響で、家計や企業の投資行動がどう変化するか注視していく必要があるだろう。

図表5 実質小売売上【除く自動車】と消費者マインドの推移（左）、借入コストの推移（右）



(注) 右図：家計の借入コストは住宅購入目的。

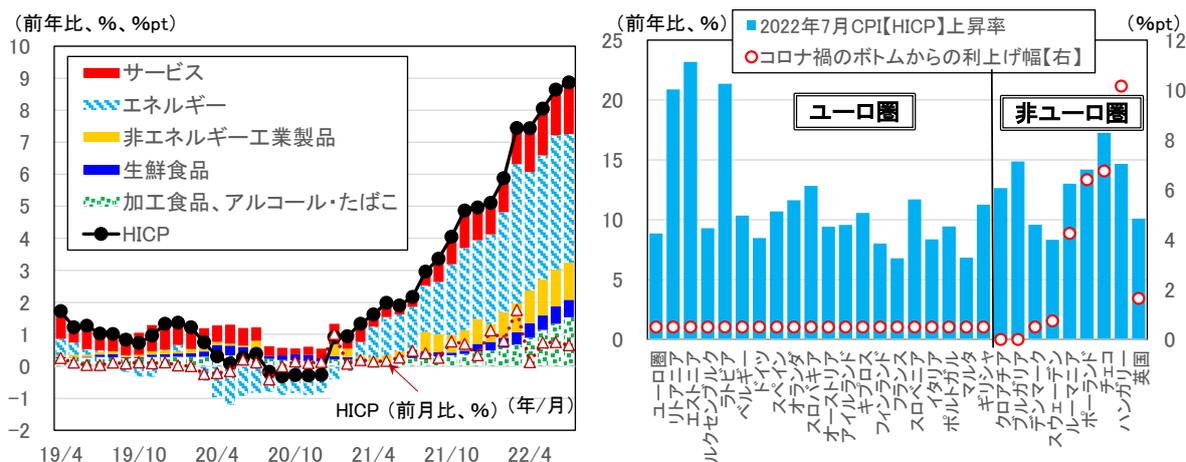
(出所) Eurostat、欧州委員会、ECB、Haver Analytics 資料より大和総研作成

### 高インフレで複雑な政策対応を迫られる ECB ～ 見極めが難しい利上げ停止のタイミング

7月のユーロ圏のCPI (HICP) は前年比+8.9% (ECBが公表する季節調整済みで計算した前月比は+0.7%と3ヵ月連続で高い伸び) となり、統計で遡及できる1997年以降の過去最高を更新した。要因分解すると、エネルギー価格の上昇が引き続きインフレ率を押し上げる最大の要因だが、寄与度そのものは6月からやや縮小した。代わって、加工食品、アルコール・たばこ、サービスの寄与度が拡大した。賃金動向に影響を及ぼすサービス価格は前年比+3.7%に加速し、前月比でも+0.5%と2ヵ月ぶりに上昇した。なお、燃料高騰対策の一環として、各国が実施する公共交通機関の定額利用や一部無料化は、CPIの伸び率を抑制すると期待されるが、ドイツの7月のインフレ率が市場予想に反して6月から加速したように、これらの措置はあくまで一時的・限定的なものであるといえよう。

7月に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(50bpの利上げは2000年6月以来、約22年ぶり)、今後も高インフレ状況が続くとみられ、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、ユーロ圏の景気減速が視野に入る中で、ECBはインフレ対応と成長維持の両立という困難な目標に取り組まなければならないが、加えて、財政基盤が脆弱な加盟国の国債利回りが過度に上昇(スプレッドの拡大)しないように配慮が求められ、機動的で柔軟な政策対応が実行できるか不透明である。メインシナリオでは、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、金利は据え置かれると見込む。

図表6 ユーロ圏のインフレ率の要因分解（左）、各国のインフレ率と政策金利の変化幅（右）

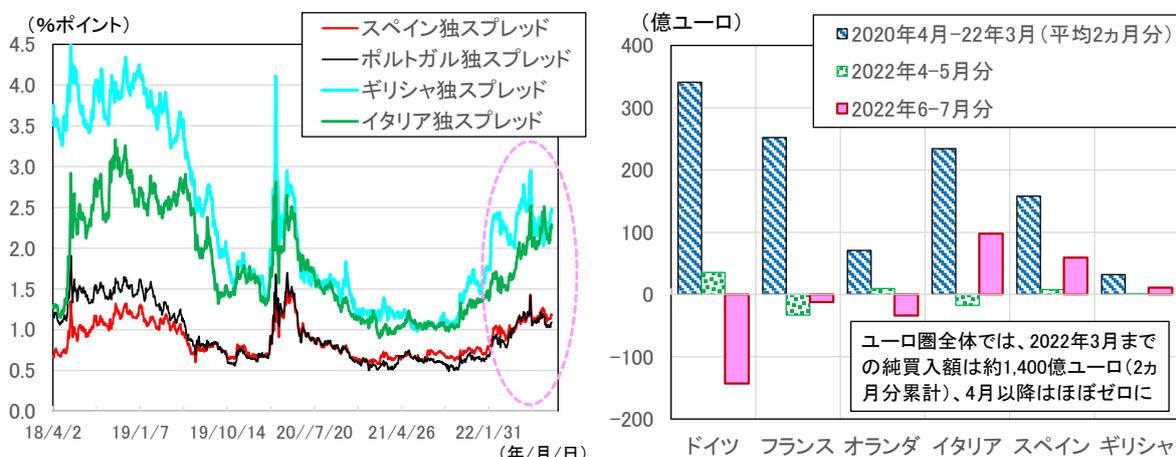


(注) 左図：インフレ率はHICP。右図：利上げ幅は直近とコロナ禍で最も低かった水準の差。

(出所) Eurostat、ECB、ONS、BOE、Haver Analytics 資料より大和総研作成

7月、ECBは利上げと同時に、市場分断化を阻止する方策として、Transmission Protection Instrument (TPI) という新たな措置を導入することを決定した。ただ、TPIの実施条件には、財政ルールへの順守や深刻なマクロ経済の不均衡がない、財政が持続可能、健全で持続可能なマクロ経済政策がある等が定められており、支援を必要とする国々がこれらの条件をクリアできるか疑問が残る。一方、ECBは、パンデミック緊急購入プログラム (PEPP) の満期償還分の再投資先をより柔軟に調整して、スプレッド拡大を抑えようとしている。PEPPの純買入れを継続していた3月までは、経済規模が大きい国ほど買入れが多く、ドイツやイタリア、フランス、スペインの4カ国計で、全体の7割を占めていた。それに対して、純買入れが停止されて以降、特にスプレッド拡大が騒がれた6-7月には、健全なドイツやオランダ等の国債が大幅に減少した一方、脆弱なイタリアやスペイン、ギリシャ等の国債はネットで買入れられている。かなり大胆にポートフォリオを組み替えている印象である。TPIの実体はまだ不透明な点が多いが、PEPPの再投資先の変化を見ると、ECBによる市場分断化阻止対応は既に始まっているといえよう。

図表7 分断される欧州～対独スプレッド（左）、PEPPの国別純買入額の推移（右）



(注) 左図：10年国債利回り。右図：いずれも2ヵ月分累計。

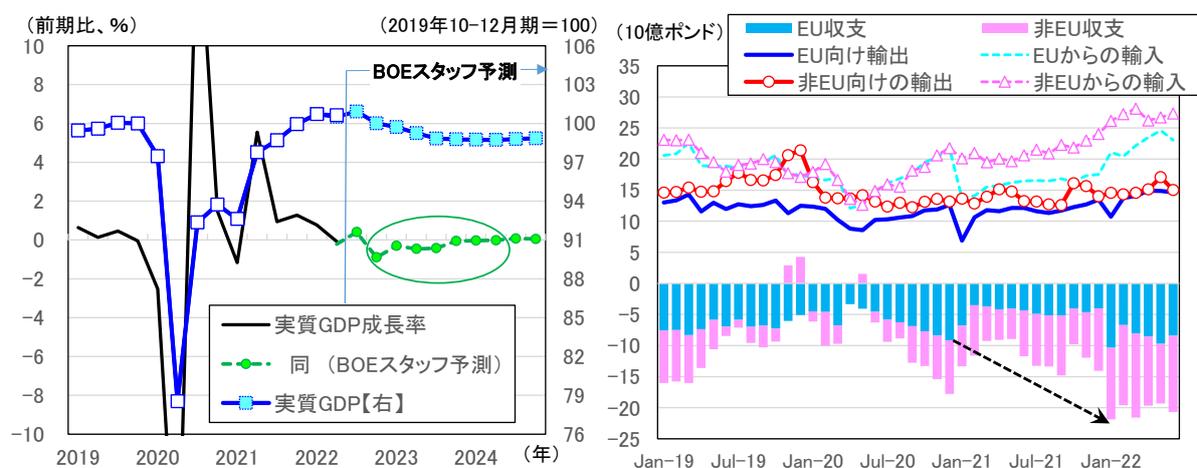
(出所) Eurostat、ECB、Haver Analytics 資料より大和総研作成

## 英国経済

### 4-6 月期の GDP 成長率は前期比▲0.1%と 5 四半期ぶりのマイナス成長に

英国の 4-6 月期の実質 GDP 成長率は前期比▲0.1%（年率換算▲0.3%）と 5 四半期ぶりにマイナス成長となった。6 月にエリザベス女王在位 70 周年を祝う行事「プラチナ・ジュビリー」という特殊要因<sup>5</sup>が作用した面もある。需要項目では、政府最終消費支出が前期比▲2.9%と最大のマイナス要因となったが、コロナ感染関連の対策が終了したことに伴う支出減であり、決してネガティブとはいえない。外需は、輸出が同 2.4%と増加し輸入が同▲1.5%と減ったことから、外需の寄与度は同+1.08%pt と最大の牽引役になった。また、家計最終消費支出（非営利除く）が同▲0.2%と 5 四半期ぶりにマイナスとなる一方、総固定資本形成が同+0.6%と 5 四半期連続で増加して消費のマイナスを相殺した。後者の場合、住宅や非居住用等の建設投資が牽引し、機械や無形固定資産等の企業の設備投資に当たる部分はマイナスだった。一方、6 月の月次 GDP は、前月比▲0.6%と 2 ヶ月ぶりに減少した。業種別では、コロナ感染絡みの支出が大幅に減って保健衛生は同▲1.8%とマイナスに寄与した他、製造業（同▲1.6%）が不振だった。反対に、プラスに寄与したのが宿泊飲食（同+2.1%）で、連休となったことで旅行需要が高まったとみられる。

図表 8 英国の GDP の推移（左）、英国の輸出入の推移（右）



(注) 左図：BOE スタッフ予測は市場が見込む金利見通しを前提。右図：非貨幣用金や貴金属類を含むベース。  
(出所) ONS、BOE、Haver Analytics 資料より大和総研作成

### 高インフレを理由に利上げ幅を拡大した BOE ～ 約 1 年半に及ぶマイナス成長を想定

BOE は 8 月初めに開催された金融政策委員会で、政策金利を 1.75%と 2008 年 12 月以来の高水準に引き上げた。昨年 12 月に金融引き締めに移行してから 6 回連続の利上げになるが、今回は、9 人のメンバーのうちベイリー総裁をはじめとする 8 人が、1995 年 2 月以来となる 50bp の大幅利上げに賛成した。インフレ率が BOE の想定を上回るペースで加速しており、BOE も遅ればせながら大幅利上げする他の先進国中銀に加わった。投票パターンを過去から変えたメンバーもいるが、昨年末からの利上げ局面で分類すると、ハト派は 2 名、ニュートラルが 3 名、そしてタ

<sup>5</sup> 6 月は、「プラチナ・ジュビリー」の祝日（バンクホリデー）がイレギュラーに増えたことに加えて、通常 5 月下旬のバンクホリデーが今年は 6 月初旬に設定されて計 2 営業日少なく、マイナス成長が見込まれていた。

カ派は4名となっており、BOEはぎりぎりのところで金融政策を決定してきたともいえる。また、BOEは追加利上げと同時に、コロナ禍前からの量的緩和策で膨張したバランスシートを積極的に縮小する方針を示した。既に償還分の再投資は2月に停止し、それ以降は償還分が減る形だったが、9月から満期償還に加えて各四半期100億ポンドずつ売却することになった。

BOEが改定したインフレ見通しでは、インフレ率が加速して10-11月にかけて前年比+13%超になると見込んでいる。前回5月時点では、10-12月期の同+10.2%をピークに鈍化すると予想していたが、今回は、ピークのタイミングこそ同じだが、予想インフレ率は同+13.1%に引き上げられる。後述する10月に予定されている電気・ガスの料金上限が一段と引き上げられることが上方修正の要因である。また、インフレ目標2%に鈍化する時期は2024年7-9月期で前回とほぼ同じであり、むしろ2025年にかけては1%割れとデフレ気味の想定になっている。なお、景気・インフレ見通しとも、金融市場が織り込んでいる金利見通しを前提としたケースである<sup>6</sup>。

金融政策委員会の約2週間後に発表された7月のCPI(HICPベース)は前年比+10.1%と1982年2月以来、約40年半ぶりの上昇率となった(1988年以前はONSの推計による上昇率で比較)。BOEが8月に示したインフレ見通し(同+9.9%)を上回り、更なる利上げを促す結果となった。内訳を見ると、住宅・家事サービス(電気・ガス料金等)、輸送(主に自動車燃料)、食品・飲料(非アルコール)の価格上昇がインフレ率を押し上げた(前年比の全体の約6割に相当)。前月からの変化分に注目すると、食品・飲料(非アルコール)価格が大幅に上昇したことが最大の要因であり、前月からの変化分の5割近くを占める。ONSによると、中でも、パン・シリアル、牛乳・チーズ・卵、野菜、肉、砂糖等と広範なものが価格上昇に寄与したという。

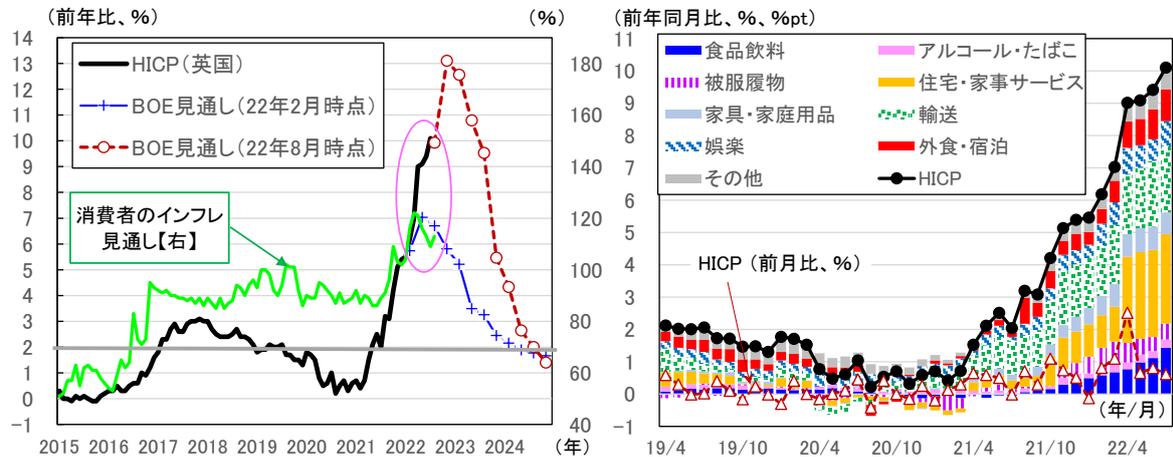
4月、Ofgem(ガス電力市場監督局)は、2022年4-9月に適用される英国の家計が負担するエネルギー料金上限(標準的な家庭のガス・電気使用量に基づく)を、前半期(2021年10月-22年3月)から54.3%増の1,971ポンド(年換算)に引き上げた。その後もエネルギー価格が高騰していることから、10月から適用される価格上限は一段と引き上げられると見込まれている。調査会社Cornwall Insightが、最新の卸売価格と変更された上限価格の算出方法をもとに算出した推計(8月9日公表)によると、10月に上限価格が3,582ポンド、そして2023年1月には4,266ポンドに引き上げられるという。この予想通りになれば、2022年10月-23年1月の平均値は前年比で約200%増、つまり3倍になる計算である。従来の想定を大きく上回る値上げとなり、家計にとってはどう費用を賄うか、喫緊の問題になっているといえよう。なお、Ofgemが5月半ばに公表した見直し案では、上限改定のタイミングを従来の半年ごとから3ヵ月ごとにし、公表時期も適用開始の30営業日前となった(従来は2ヵ月近く前に発表)。

一方、BOEが示した景気見通しは、2022年10-12月期から7四半期連続のマイナス成長(2024年前半は前期比▲0.02~▲0.04%と僅かながらマイナス成長)と景気後退を見込んでいる(図表8左)。5月時点でもマイナス成長になる四半期は想定されていたが、今回のような連続ではなかった。英国経済は2022年の前年比+3.4%から2023年に同▲1.4%、2024年も同▲0.4%と2

<sup>6</sup> 前回5月時点では、政策金利は2.5-2.75%で打ち止め、2024年後半の利下げ開始が想定されていた。8月時点では、市場は、政策金利が23年4-6月期に約3%まで引き上げられた後(高インフレを背景に利上げ幅がより拡大)、24年初めまでに25bp、そして24年7-9月期、25年央にもそれぞれ25bpの利下げを織り込む。

年連続のマイナス成長に陥ると予想され、5月時点（2022年同+3.8%、2023年同▲0.2%、2024年同+0.3%）から大きく引き下げられた。つまり、BOEはスタグフレーションを見込んでいることになり、大きなインパクトを与えた。

図表9 BOEのインフレ率【HICP上昇率】の見通し（左）、英国のHICPの要因分解（右）

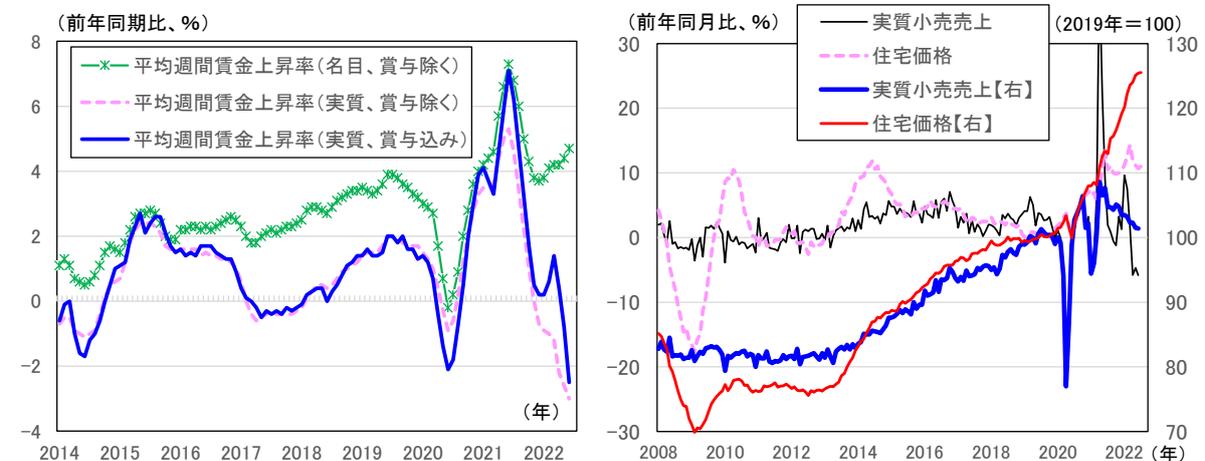


(注) 左図：BOE 見通しは市場が見込む金利見通しを前提。右図：前月比は原系列で計算。その他は、保健医療や通信、教育を含む。

(出所) ONS、BOE、Haver Analytics 資料より大和総研作成

身近な品目・サービスの価格高騰は家計の生活費を圧迫しており、人々は支出を抑制するために生活の質を落とすか（嗜好品の購入を減らす、あるいは緊急度の低い支出は先送りする）、さらに働いて所得を増やすかである。実際、4-6月期の名目週間賃金上昇率（賞与除くベース、3ヵ月移動平均）は前年比+4.7%と2022年に入ってから高まっているものの、インフレ率が賃金上昇率を上回っているために、インフレ率を調整した実質ベースでは、同▲3.0%減と大幅に目減りしている。エネルギーや食料品等様々な物品・サービスの価格が賃金を上回る伸び率を示している状況では、消費者は、所得が増えているという実感を得にくい。それ故、賃上げを求めて、労働組合によるストライキが頻発すると予想される。

図表10 賃金上昇率の推移（左）、実質小売売上と住宅価格の推移（右）



(注) 左図：週間賃金上昇率は後方3ヵ月移動平均値。右図：小売売上は自動車燃料を含む。

(出所) ONS、Nationwide Building Society、Haver Analytics 資料より大和総研作成

図表 11 ユーロ圏経済・金利見通し

	2021				2022				2023				2021	2022	2023
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
前期比年率															
国内総生産	-0.4%	8.5%	9.7%	1.6%	2.0%	2.5%	-0.4%	-0.4%	0.6%	1.4%	1.8%	1.8%	5.3%	2.9%	0.8%
家計消費支出	-8.8%	16.2%	19.5%	-0.9%	-1.6%	2.6%	0.6%	0.6%	1.1%	2.1%	2.2%	2.1%	3.6%	3.2%	1.4%
政府消費支出	0.1%	7.6%	0.8%	1.3%	-0.9%	0.8%	0.4%	0.6%	0.5%	0.5%	0.9%	0.6%	3.9%	0.8%	0.6%
総固定資本形成	-7.1%	6.0%	-2.8%	15.1%	-2.1%	3.4%	2.4%	1.0%	1.6%	2.4%	2.9%	2.7%	3.9%	3.2%	2.1%
輸出等	1.0%	12.4%	8.7%	11.5%	1.5%	3.6%	3.0%	2.8%	2.8%	2.5%	3.6%	3.4%	10.4%	5.5%	3.0%
輸入等	-3.2%	14.5%	6.1%	20.5%	-2.0%	0.2%	4.3%	4.0%	4.1%	3.4%	4.3%	3.6%	8.1%	5.5%	3.7%
前年同期比 (除く失業率)															
国内総生産	-0.9%	14.6%	3.9%	4.8%	5.4%	3.9%	1.4%	0.9%	0.6%	0.3%	0.9%	1.4%	5.3%	2.9%	0.8%
家計消費支出	-5.5%	12.4%	2.9%	5.9%	7.9%	4.6%	0.2%	0.6%	1.2%	1.1%	1.5%	1.9%	3.6%	3.2%	1.4%
政府消費支出	2.9%	7.8%	2.7%	2.4%	2.1%	0.5%	0.4%	0.2%	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%	3.9%	0.8%	0.6%
総固定資本形成	-5.3%	19.0%	2.3%	2.4%	3.8%	3.2%	4.5%	1.2%	2.1%	1.9%	2.0%	2.4%	3.9%	3.2%	2.1%
輸出等	-0.3%	26.4%	10.3%	8.3%	8.4%	6.3%	4.8%	2.8%	3.1%	2.8%	3.0%	3.1%	10.4%	5.5%	3.0%
輸入等	-5.7%	22.1%	10.1%	9.1%	9.4%	5.8%	5.4%	1.6%	3.1%	3.9%	4.0%	3.9%	8.1%	5.5%	3.7%
鉱工業生産 (除く建設)	4.6%	23.9%	5.7%	0.4%	-0.2%	0.6%	1.5%	0.9%	0.1%	-0.2%	0.4%	0.9%	8.0%	0.7%	0.3%
実質小売売上高	2.4%	12.0%	2.4%	4.1%	5.2%	0.4%	0.3%	0.5%	1.8%	2.2%	2.4%	3.1%	5.1%	1.6%	2.4%
消費者物価	1.1%	1.8%	2.8%	4.6%	6.1%	8.0%	8.8%	8.5%	6.8%	5.3%	4.3%	3.6%	2.6%	7.9%	5.0%
生産者物価	2.1%	9.2%	14.0%	24.0%	33.1%	36.4%	34.1%	27.4%	23.0%	19.7%	18.2%	14.3%	12.3%	32.6%	18.6%
失業率	8.2%	8.1%	7.5%	7.1%	6.8%	6.6%	6.7%	6.7%	6.8%	7.0%	7.0%	6.9%	7.7%	6.7%	6.9%
10億ユーロ															
貿易収支	68.3	39.9	26.0	-17.4	-40.7	-90.3	-6.0	-9.3	-9.2	-9.5	-10.5	-8.3	116.9	-146.3	-37.5
経常収支	107.7	90.8	69.8	26.6	22.5	-7.0	43.1	42.1	42.2	40.0	41.8	43.8	294.8	100.8	167.9
財政収支	-202.2	-191.2	-121.6	-108.8	-75.1								-624.9	-476.5	-324.5
独 国債10年物 (期中平均)	-0.42%	-0.22%	-0.37%	-0.24%	0.16%	1.09%	1.14%	1.56%	2.04%	2.18%	2.09%	2.02%	-0.31%	0.99%	2.08%
欧 政策金利 (未値)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.00%	1.50%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	0.00%	1.50%	2.00%

(注) 網掛け部分は大和総研予想 (2022年8月21日時点)。

(出所) Eurostat、ECB、大和総研

図表 12 英国経済・金利見通し

	2021				2022				2023				2021	2022	2023
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
前期比年率															
国内総生産	-4.6%	24.1%	3.8%	5.2%	3.1%	-0.3%	-0.6%	-1.2%	1.2%	-1.1%	0.6%	0.5%	7.4%	3.3%	-0.1%
家計消費支出	-12.9%	38.6%	10.8%	2.1%	2.5%	-0.6%	1.0%	0.7%	1.0%	1.1%	1.3%	1.5%	6.2%	4.4%	0.9%
一般政府消費支出	4.2%	38.7%	-2.5%	6.0%	-5.2%	-11.3%	0.8%	1.5%	1.7%	1.5%	1.0%	0.7%	14.3%	-0.6%	0.5%
総固定資本形成	-3.7%	7.0%	1.6%	4.4%	16.1%	2.3%	5.5%	8.0%	1.8%	-9.5%	-4.5%	1.0%	5.9%	7.0%	0.3%
輸出等	-28.1%	31.9%	-15.5%	30.7%	-16.6%	9.9%	7.3%	3.2%	1.1%	1.4%	2.1%	2.7%	-1.3%	3.0%	3.1%
輸入等	-41.1%	21.1%	19.6%	1.3%	48.8%	-5.7%	1.9%	3.4%	3.4%	1.0%	2.2%	3.5%	3.8%	13.7%	2.0%
前年同期比 (除く失業率)															
国内総生産	-5.0%	24.5%	6.9%	6.6%	8.7%	2.9%	1.8%	0.2%	-0.2%	-0.4%	-0.1%	0.3%	7.4%	3.3%	-0.1%
家計消費支出	-9.0%	23.3%	5.8%	8.1%	12.6%	3.6%	1.2%	0.9%	0.5%	1.0%	1.0%	1.2%	6.2%	4.4%	0.9%
一般政府消費支出	2.0%	35.4%	13.4%	10.5%	8.0%	-3.4%	-2.6%	-3.7%	-2.0%	1.4%	1.4%	1.2%	14.3%	-0.6%	0.5%
総固定資本形成	-2.4%	21.6%	4.9%	2.3%	7.1%	5.9%	6.9%	7.8%	4.3%	1.2%	-1.3%	-2.9%	5.9%	7.0%	0.3%
輸出等	-12.1%	6.2%	0.8%	1.2%	5.0%	0.3%	6.5%	0.4%	5.3%	3.2%	2.0%	1.8%	-1.3%	3.0%	3.1%
輸入等	-8.9%	22.6%	10.4%	-3.6%	21.5%	14.2%	9.7%	10.3%	0.7%	2.4%	2.5%	2.5%	3.8%	13.7%	2.0%
鉱工業生産	-1.3%	20.6%	3.3%	0.5%	2.1%	1.9%	1.5%	0.7%	0.2%	-0.1%	0.2%	0.5%	5.1%	1.5%	0.2%
実質小売売上高	-0.9%	23.0%	0.7%	1.0%	6.3%	-5.6%	1.4%	2.2%	2.0%	2.2%	1.3%	2.4%	5.4%	0.9%	2.0%
消費者物価	0.6%	2.1%	2.8%	4.9%	6.2%	9.2%	10.1%	13.2%	12.9%	9.2%	7.6%	3.4%	2.6%	9.7%	8.1%
生産者物価 (出荷価格)	1.2%	4.2%	6.2%	9.2%	10.8%	15.5%	17.3%	19.5%	18.6%	13.7%	10.5%	4.1%	5.2%	15.9%	11.4%
失業率	4.9%	4.7%	4.3%	4.0%	3.7%	3.8%	3.8%	3.9%	4.0%	4.1%	4.2%	4.3%	4.5%	3.8%	4.1%
10億英ポンド															
貿易収支	-38.3	-33.6	-45.6	-38.5	-68.6	-64.5	-50.2	-50.5	-51.6	-51.5	-51.7	-52.3	-156.1	-233.8	-207.1
経常収支	-12.4	-11.3	-28.9	-7.3	-51.7	-37.6	-31.7	-31.9	-32.1	-32.0	-32.2	-32.7	-60.0	-152.9	-128.9
財政収支	-38.5	-59.1	-37.0	-29.1	-9.7	-47.8							-163.6		
国債10年物 (期中平均)	0.61%	0.87%	0.71%	0.95%	1.42%	2.04%	2.29%	2.58%	2.78%	2.83%	2.77%	2.70%	0.79%	2.08%	2.77%
政策金利 (未値)	0.10%	0.10%	0.10%	0.25%	0.75%	1.25%	2.25%	2.50%	2.75%	2.75%	2.75%	2.75%	0.25%	2.50%	2.75%

(注) 網掛け部分は大和総研予想 (2022年8月21日時点)。

(出所) ONS、イングランド銀行、大和総研

# 中国経済

## ゼロコロナ政策の弊害と不動産不況

ペロシ議長訪台、電力不足、物価上昇による経済への影響は限定的

齋藤 尚登

### [要約]

- 中国には、①ペロシ米下院議長の台湾訪問とそれに抗議する中国軍による大規模軍事演習、②猛暑と少雨による電力不足問題、③上昇傾向にある消費者物価、④工事中断問題に揺れる不動産市場、⑤「ゼロコロナ政策」による景気下押し、など懸念材料がめじろ押しだが、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、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、工事中断問題を改善させることが、不動産市場の不振脱出の第一歩となろう。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が、8月に入り感染者が再び増加傾向を強めている。
- 2022年7月の主要経済統計を見ると、景気の本格回復はややもたついている。今後の中国経済見通しについて、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。一方で、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となろう。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。

中国には、ペロシ米下院議長の台湾訪問とそれに抗議する中国軍による大規模軍事演習、猛暑と少雨による電力不足問題、上昇傾向にある消費者物価、工事中断問題に揺れる不動産市場、そして「ゼロコロナ政策」による景気下押しなど、懸念材料がめじろ押しである。以下では、それぞれについて、章を設けて解説する。

## 米ペロシ議長の訪台。中国の主眼は軍事的示威行動、経済への悪影響回避

2022年8月2日～3日に米国のナンシー・ペロシ下院議長が台湾を訪問し、台湾の蔡英文総統と会談した。「一つの中国」の原則を主張する中国はこれに猛反発し、人民解放軍は8月4日～10日にかけて、台湾周辺の6カ所の海空域を演習場に設定し、弾道ミサイルの発射を含む大規模な軍事演習を実施した。中国軍は暗黙の境界である台湾海峡の中間線を頻繁に超え、5発の弾道ミサイルが日本の排他的経済水域（EEZ）に落下し、4発が台湾上空を通過するなど、軍事的示威行動をエスカレートさせた。

一連の中国の言動から何が読み取れるのか。ポイントは3つある。1つめは、軍事的「示威」行動が今回の軍事演習の主眼であることである。その目的は、①いざとなれば「台湾封鎖」により、対台湾支援ルートを遮断し、台湾のエネルギー・食料輸入を止めることが可能であることを示す、②これによって、台湾「独立」に対する強烈なメッセージ（威嚇）を発する、③5年に一度の共産党大会を前に、対内的にも「強硬」姿勢を示す、ことなどであろう。

2つめのポイントは、中国は、同国経済に悪影響が及ぶことを極力避けようとしていることである。中国は8月3日より天然砂の対台湾輸出と、かんきつ類や太刀魚、冷凍アジの台湾からの輸入を停止したが、いずれも「制裁」を目的とはしていない。中国にとって台湾からの半導体輸入は必要不可欠であり、それが途絶えるような行動をとることは考えにくい。

また、中国外交部は8月5日に、8項目の対米対抗措置を発表した。具体的には、①米中両軍による幹部連絡会議の中止、②米国国防省・中国国防部の事務レベル会議の中止、③米中海上軍事安全交渉メカニズム会議の中止、④米中違法移民の送還協力の暫定停止、⑤米中刑事・司法協力の暫定停止、⑥米中国家間犯罪取り締まり協力の暫定停止、⑦米中薬物禁止協力の暫定停止、⑧米中気候変動協議の暫定停止、である。中国政府から「経済」に関する対米報復措置は発表されていない。

3つめのポイントは、中国は対米・対日関係のこれ以上の悪化を望んでいないということである。8月4日に、G7外相は「台湾海峡の平和及び安定の維持に関するG7外相声明」を出し、「我々は、不要なエスカレーションを招く危険がある、中華人民共和国による最近の及び発表された威嚇的な行動、特に実弾射撃演習及び経済的威圧を懸念する。台湾海峡における攻撃的な軍事活動の口実として訪問を利用することは正当化できない。（中略）中華人民共和国のエスカレートした対応は、緊張を高め、地域を不安定にさせる危険がある。」などと、中国を非難した。これを受けて、カンボジアで予定されていた日中首脳会談は中国側から中止の申し入れがあった。しかし、その後、秋葉剛男・国家安全保障局長と中国の楊潔篪・党中央政治局員が8月17

日に天津市にて会談し、日中の対話継続が確認された。日中関係は9月29日に国交正常化50周年の節目を迎える。米国との関係については、11月に米中首脳会談をインドネシア（G20サミット）、もしくはタイ（APEC首脳会議）に合わせて実施することが検討されているとの報道がある。

中国経済見通しの観点から指摘できるのは、この問題の中国経済への影響は限定的であるということである。

## 猛暑と少雨による電力不足問題

今年の中国は記録的な猛暑に見舞われている。中部や南部の多くの地域で最高気温が40度を超える記録的な暑さとなり、冷房などの電力需要が急増した一方で、少雨の影響でダムや河川の水不足が深刻化して、水力発電量が減少した。電力需給逼迫を受けて、重慶市（直轄市）では、企業に対して、8月15日～24日までの工場の操業停止を求めた。重慶市には半導体、自動車、ノートパソコン、スマートフォンなどの製造拠点が集積しており、中でもノートパソコンは世界屈指の生産台数を誇る。隣接する四川省（省都は成都市）の多くの都市でも8月15日～20日（その後25日までの延長を発表）に、工場の操業停止を要請した。四川省には自動車、半導体などの製造業企業が多くある。ちなみに、中国全体では石炭火力発電が中核を担うが、四川省ではその8割が水力発電によって占められている。

中国には第10次5カ年計画（2000年～2005年）で採用された国家級重要プロジェクトのひとつに、西部で発電された電力を東部に送る「西電東送」がある。これには、北ルート、中ルート、南ルートがあり、このうち中ルートが長江上流部の金沙江流域（四川省を通る）と世界最大の三峡ダム（湖北省）における水力発電で発電された電力を、東部の上海市、江蘇省、浙江省に送るプロジェクトである。今回、江蘇省や浙江省でも電力不足が指摘される背景のひとつが、この「西電東送」の一時的な機能低下の可能性にある。

当然、電力不足による工場の操業停止は、サプライチェーンの問題も含めて、中国経済にとってマイナス要因となる。ただし、猛暑や少雨が改善されれば問題は解決するため、短期的な下押し要因にとどまる見込みである。

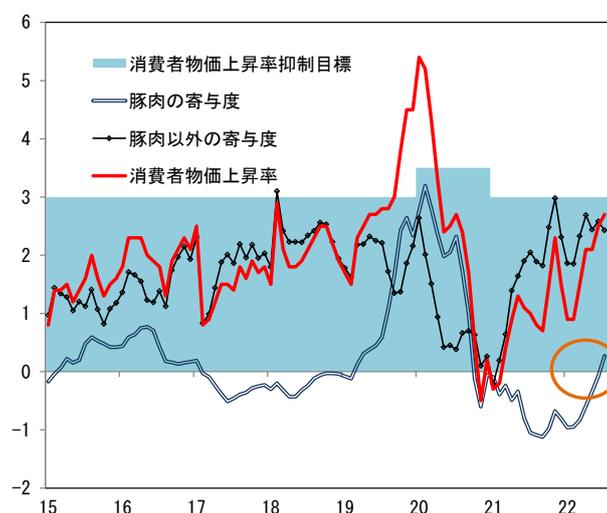
## 上昇傾向にある消費者物価と「利下げ」

2022年7月の工業製品出荷価格は+4.2%（以下、伸び率は前年比、前年同期比、前年同月比）と、6月の+6.1%から上昇ペースが鈍化した。直近のピークは2021年10月の+13.5%であったが、エネルギー・資源など採掘工業品や原材料工業品の価格上昇のピークアウトとともに、伸びは大きく減速している。

反面、7月の消費者物価上昇率は+2.7%と、6月の+2.5%から上昇傾向をやや強めた。食品価格の上昇が主因であり、7月は+6.3%と、6月の+2.9%から伸び率が大きくなった。一方で、非食品価格は6月の+2.5%から7月には+1.9%に鈍化した。

特筆すべきは豚肉価格が6月の▲6.0%から7月には+20.2%と大幅な上昇に転じたことである。これだけで消費者物価を0.3%pt押し上げた。豚肉が消費者物価に占めるウエイトは1.3%程度（2022年7月）であるが、価格は周期的に大きく変動し、物価全体に大きな影響を与えることがある。これは主に豚肉供給量の変動によるもので、価格高騰⇒飼育頭数・供給増加⇒価格暴落⇒飼育頭数・供給減少⇒価格高騰、という、いわゆる「ピッグ・サイクル」が存在する。たかが豚肉と侮ってはいけない。豚肉価格は2020年2月に+135.2%を記録し、これによって物価を3.2%pt押し上げて、消費者物価上昇率は+5.2%となった。豚肉価格は2020年10月から21カ月続いた下落局面から脱し、しばらくの間は上昇を続ける可能性が高く、消費者物価が押し上げられることに注意が必要であろう。

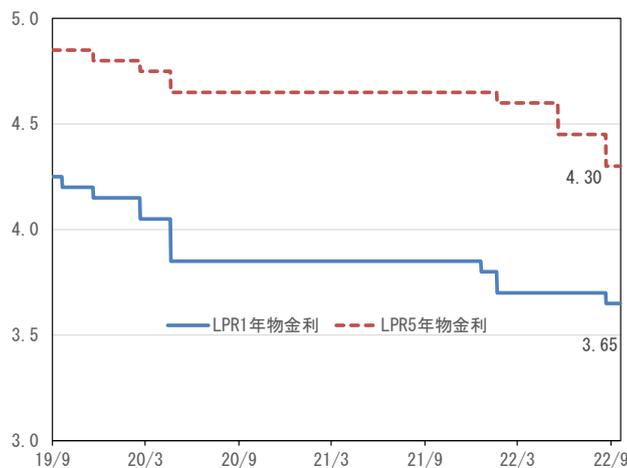
### 消費者物価上昇率（前年同月比）と豚肉・豚肉以外の上昇率寄与度、消費者物価年間抑制目標 （単位：％、％pt）



（出所）中国国家统计局より大和総研作成

2022年3月の全国人民代表大会では、今年の消費者物価上昇率の抑制目標を3%前後とした。1月～7月の平均は1.8%であり、通年の抑制目標は十分に達成可能である。ただし、単月でも3%を超えてくると、利下げなどを実施しにくくなる。中国人民銀行は8月22日に、政策金利であるLPR1年物と住宅ローン金利の参照レートであるLPR5年物をそれぞれ0.05%、0.15%引き下げて、3.65%、4.30%とした。1年物は1月20日以来の、5年物は5月20日以来の利下げである。1年物については、元安の中、大幅利上げを続ける米国と中国の金利差により、元安が加速するとの思惑があり、従来、中国政府が利下げを躊躇する理由とされてきた。小幅利下げの理由はこれであろう。それでも利下げに踏み切ったのは、景気回復がもたついていることに加え、豚肉価格の反転・上昇により、消費者物価が上昇傾向にある中で、利下げのタイミングが限られてきたことが背景にある（5年物については後述）。当面、政策金利は据え置きが続く可能性が高い。

## LPR1年物、LPR5年物の推移（単位：％）



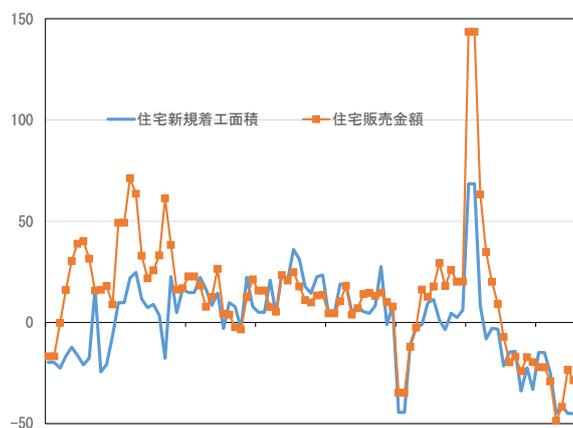
（出所）中国人民銀行より大和総研作成

## かつてない不動産市場の落ち込みと回復の鍵を握る工事再開

これまで述べてきたのはここ1カ月で発生した、あるいは明らかになった懸念材料であるが、景気の下振れ要因という点に的を絞れば、影響は限定的か、もしくは短期的なものにとどまる可能性が高い。やはり、景気下振れ要因として大きいのは、かつてない落ち込みを見せる不動産市場と、中国政府による「ゼロコロナ」政策への固執である。

過重負債を抱えるデベロッパーに対する貸出抑制など中国版総量規制の導入に、新型コロナウイルス感染症の再拡大に伴う上海市などのロックダウンや厳格な移動・行動制限が加わり、中国の不動産市場はかつてない落ち込みを経験している。2022年7月の住宅新規着工面積は45.1%減、住宅販売金額は28.6%減となり、他の主要経済指標が多かれ少なかれ改善する中で、低迷ぶりが際立っている。

## 住宅新規着工面積と住宅販売金額の推移（前年同月比）（単位：％）



（注）1～2月は平均  
（出所）中国国家統計局より大和総研作成

こうした中、中国人民銀行は2022年1月20日、住宅ローン金利の参照レートであるLPR5年物金利を4.65%から4.6%に引き下げた。これにより、政府の不動産市場に対する姿勢が「引き締め」から「緩和」に180度転換した。5月15日には、中国人民銀行と中国銀行保険監督管理委員会が、1軒目の住宅ローン金利の下限を「LPR5年物金利-0.2%」まで下げてよいとする旨の通達を發出し、5月20日にはLPR5年物金利を0.15%引き下げ4.45%とした(下限は4.25%)。さらに、LPR5年物は8月22日にも0.15%引き下げられて、4.30%となり、下限は4.10%に設定されている。一連の利下げにより、住宅ローン金利が下げられたほか、各地方政府は、頭金の割合の引き下げ、戸籍制限の緩和・撤廃、補助金の支給など、あの手この手で住宅需要の喚起に努めている。

8月22日の利下げの効果はこれからであるが、一連のテコ入れ策にもかかわらず住宅需要が刺激されなかったのは、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大きく台頭したためである。中国版総量規制の導入や不動産販売の落ち込みなどにより、資金繰りに苦しむデベロッパーは、工期通りにマンション建設ができなかったり、工事中断を余儀なくされるところが続出し、社会問題となっている。建設工事が中断・延期となった物件の住宅ローンの返済を拒否する動きが相次いでいる。

日本の最高裁判所に相当する中国最高人民法院によると、住宅(マンション)の工事が途中でストップした場合、購入者は契約を解除することができ、デベロッパーは購入者が支払った代金を返済しなければならない。銀行は、デベロッパーが破産するなどして、代金を返済できない場合に備えて、購入者がそれを負担するように、ローン契約を締結する。しかし、最高人民法院の判例では、この契約は不合理であり、購入者に返済義務はないとしている。結局のところ、工事中断による損失は一義的にはデベロッパーが負うが、それができない場合は銀行の不良債権が増加することになる。

それでは、工事中断などの問題を抱える物件はどの程度で、関連する不良債権はどのくらいになるのだろうか。2022年7月末の住宅施工面積はおよそ60億㎡で、1㎡当たりの平均販売金額は約1万元(約20万円)である。施工面積の10%が問題物件と仮定すると、6兆元(約120兆円)分、頭金が3割として関連する住宅ローンは4.2兆元(約84兆円)となり、銀行貸出全体の2%程度を占める計算である。全て不良債権化しても2022年3月末の銀行全体の貸倒引当金5.8兆元で処理することはできる。ただし、ひとつの項目としては決して小さくない金額である。

こうした状況を回避するため、今後は、①政府主導で銀行貸出や起債など資金サポートを強化し、デベロッパーに工期通りの建設を促す、②資金繰りに苦しむデベロッパーのプロジェクトを例えば国有デベロッパーなどに売却し、完成を促す、といった政策が強化されよう。既に、国有デベロッパーだけでなく、健全性の高い民間デベロッパーを選定して社債の発行をサポートする支援策が動き出している。このほか、中国政府肝いりで、デベロッパーを支援するための3,000億元(約6兆円)の不動産基金を設立するとの報道がある。

兎にも角にも工事中断問題の改善・是正により、住宅購入へのセンチメントを改善させることが、不動産不況脱出には不可欠であろう。

## 最大の景気下振れ要因はゼロコロナ政策への固執

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ある。2022年3月下旬から4月にかけての上海市の感染爆発の反省から、新型コロナウイルス感染症の感染者が少し増えただけで、厳しい防疫体制が全国的に敷かれるようになった。傷が浅いうちに防疫体制が強化されることで、ロックダウンや移動・行動制限が長期化するリスクは大きく減退すると思われる。しかし、短期的なロックダウンや移動・行動制限は繰り返し実施されており、今後もそれが続く可能性が高い。これが、同時多発的なものになる可能性も否定できない。

全国の新型コロナウイルス感染症の1日当たり新規感染者数の月間平均を見ると、4月に20,183人と爆発的に増加した後、5月は2,216人、6月は169人に激減したのだが、足元で感染者は再び増加傾向にある。8月は21日までで1,736人に増加しており、8月17日は3,570人を数えた。これは夏休みシーズンで人の移動が増加したこと（海南省、チベット自治区、新疆ウイグル自治区で感染者が急増）、さらには感染力が一段と強いオミクロン株派生型が流行したこと、などが主因であり、中国政府は警戒感を一段と強めている。

景気への影響について、ひとつ指摘できるのは、8月に感染者が急増した地方は、経済規模が比較的小さいことである。感染者の数ほど、景気への影響が大きくなる可能性があり、今後の動向を注視したい。

最後に、今後の中国経済見通しについて、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。一方で、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となろう。メインシナリオでは2022年の実質成長率は4.0%程度となるが、リスクシナリオでは2%台に落ち込む懸念がある。

### 中国国内の新型コロナウイルス感染症新規感染者数の推移（単位：人）



（注）無症状感染者は2020年4月以降公表  
（出所）中国国家衛生健康委員会より大和総研作成

## 【参考】2022年7月の主要経済統計、ややもたつく本格回復

2022年7月の主要経済統計を見ると、景気の本格回復はややもたついている。

2022年7月の工業生産は3.8%増となり、6月の3.9%増とほぼ変わらなかった。分野別には石炭や石油・天然ガスなどの採掘業が8.1%増（6月は8.7%増）と堅調で、製造業は2.7%増（同3.4%増）、電力・熱・ガス・水の生産と供給業が9.5%増（同3.3%増）であった。7月の主要製品について、10%以上減少したのは、集積回路、金属切断加工機械、発電設備であった。一方で、10%以上増加したのは自動車と原炭などである。自動車生産は、車両購入税（通常税率は価格の10%）の半減措置が始まった6月に26.8%増と、一気にプラスに転換した後、7月は31.5%増と伸び率を高めた。原炭の生産が16.1%増となったのは、昨夏の電力不足が石炭不足によってもたらされた反省によるものであろう（残念ながら8月は水不足で水力発電が悪影響を受けた）。

2022年7月の小売売上は2.7%増となり、6月の3.1%増から伸び率が鈍化した。接触型消費の典型である外食（レストラン収入）は1.5%減と、5カ月連続で前年割れとなった。7月も海南省海口市、甘粛省蘭州市、四川省成都市などで移動・行動制限が実施されるなど、外食産業には厳しい環境が続いている。

2022年1月～7月の固定資産投資は5.7%増と、1月～6月の6.1%増から減速した。1月～7月の内訳は、製造業投資は9.9%増（1月～6月は10.4%増）、電気・水道・ガスを含むインフラ投資が9.6%増（同9.2%増）、不動産開発投資が6.4%減（同5.4%減）であった。不動産不況については既に述べた通りであり、不動産開発投資の底打ちには、デベロッパーの資金繰り改善と、購入者のセンチメント改善が必要である。インフラ投資について、原資の一部となる地方

政府特別債券の2022年の発行枠は3.65兆元であり、このうち3.45兆元（約69兆円）分は6月末までに発行済みで、8月末までにインフラプロジェクトなどに投下することが求められている。こうした大規模な前倒し発行が足元のインフラ投資を支えている。

### 主要経済統計の2020年／2021年の2年平均、前年比の推移（単位：％）

	2020年／2021年の2年平均												前年比				
	1～2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	2022年 1～2月	3月	4月	5月	6月	7月
実質GDP成長率	5.0		5.5			4.9			5.2			4.8		0.4			
工業生産	8.1	6.2	6.8	6.6	6.5	5.6	5.4	5.0	5.2	5.4	5.8	7.5	5.0	▲2.9	0.7	3.9	3.8
固定資産投資	1.7	2.9	3.9	4.2	4.4	4.3	4.0	3.8	3.8	3.9	3.9	12.2	9.3	6.8	6.2	6.1	5.7
うち不動産開発投資	7.6	7.7	8.4	8.6	8.3	7.9	7.7	7.2	6.7	6.4	5.7	3.7	0.7	▲2.7	▲4.0	▲5.4	▲6.4
製造業投資	▲3.4	▲2.0	▲0.4	0.6	2.0	3.1	3.3	3.3	4.0	4.7	5.4	20.9	15.6	12.2	10.6	10.4	9.9
インフラ投資	▲0.6	3.0	3.3	3.3	3.5	2.7	2.3	2.0	1.9	1.6	1.8	8.6	10.5	8.3	8.2	9.2	9.6
小売売上	3.1	6.3	4.3	4.5	4.9	3.6	1.5	3.8	4.6	4.4	3.1	6.7	▲3.5	▲11.1	▲6.7	3.1	2.7
うち外食	▲2.0	1.0	0.4	1.3	1.0	0.9	▲5.8	0.1	1.4	▲1.7	▲0.9	8.9	▲16.4	▲22.7	▲21.1	▲4.0	▲1.5
輸出	15.1	10.2	16.6	11.0	15.0	12.8	17.0	18.3	18.6	21.1	19.4	16.1	14.4	3.6	16.4	17.7	18.0
輸入	9.1	17.1	11.0	13.0	19.1	12.9	14.1	15.1	12.2	17.2	13.5	16.6	0.5	0.1	4.0	1.0	2.3

（注1）固定資産投資は内訳を含めて1月からの累計

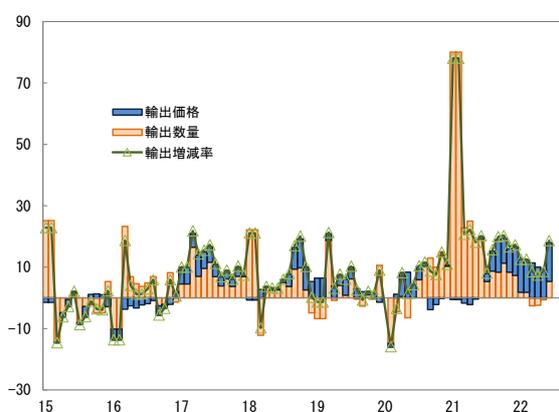
（注2）インフラ投資は電気・水道・ガスを含むベース

（注3）青は前の月（四半期）よりもデータが悪化したこと、黄はデータが改善したことを表す

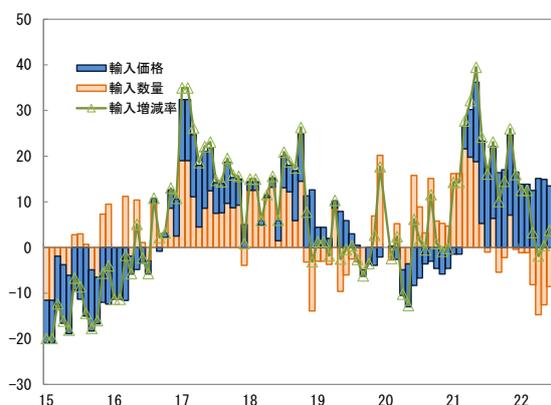
（出所）中国国家统计局より大和総研作成

2022年7月の輸出は18.0%増（以下、断りのない限り、貿易はドル建て）となり、6月の17.7%増から若干加速するなど好調を維持した。一方で、低調な内需を映して輸入は2.3%増（6月は1.0%増）にとどまった。輸出が大きく増えたことで、貿易黒字は81.5%増の1,013億ドルと、単月で初めて1,000億ドルを超えた。元建て輸出入増減率を価格と数量に分解すると（直近は2022年6月）、6月に輸出数量が+5.3%と、4カ月ぶりにプラスに転換した一方で、輸入数量は▲8.6%となり、7カ月連続でマイナスが続いている。中国の輸出増加は主要輸出相手国の堅調な需要にも支えられている。

### 元建て輸出（左）・輸入（右）増減率（価格、数量）の推移（前年同月比）（単位：％）



(注) 1～2月は平均  
(出所) 中国通関統計より大和総研作成



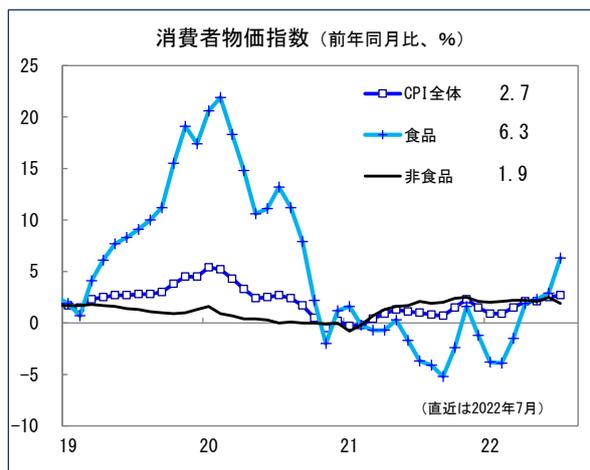
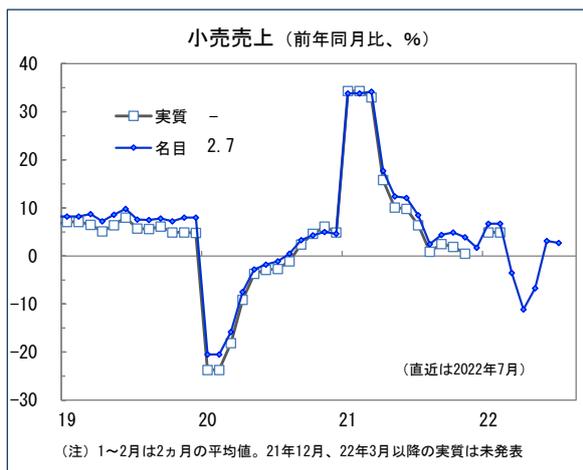
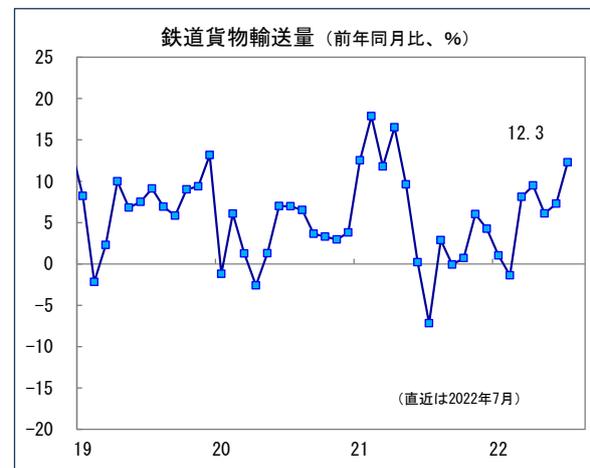
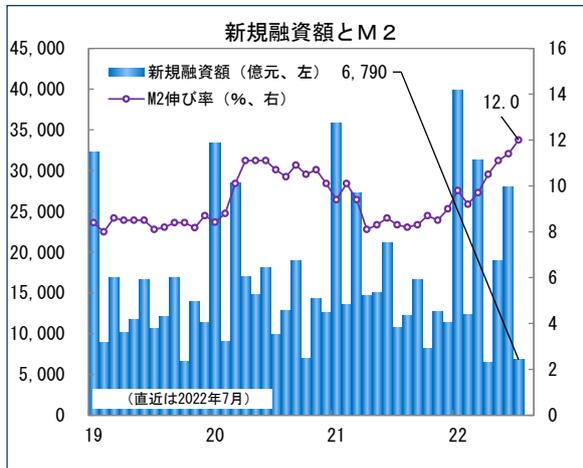
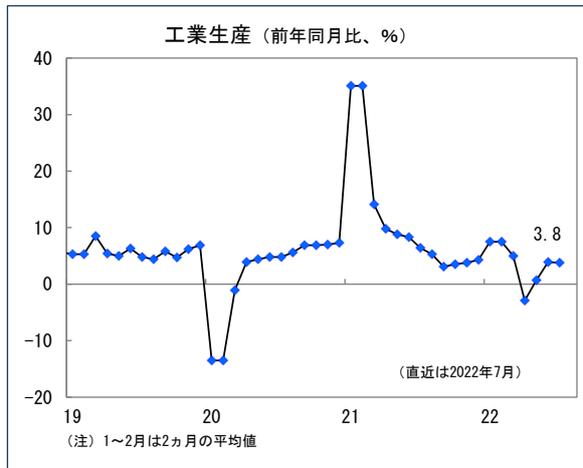
(注) 1～2月は平均  
(出所) 中国通関統計より大和総研作成

### 主要経済指標一覧

	2021年7月	8月	9月	10月	11月	12月	2022年1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月
実質GDP成長率（四半期、前年同月比、％）	-	-	4.9	-	-	4.0	-	-	4.8	-	-	0.4	-
工業生産（前年同月比、％）	6.4	5.3	3.1	3.5	3.8	4.3	7.5	5.0	-2.9	0.7	3.9	3.8	
電力消費量（前年同月比、％）	12.8	3.6	6.8	6.1	3.1	-3.4	5.8	3.5	-1.3	-1.3	4.7	6.3	
鉄道貨物輸送量（前年同月比、％）	-7.2	2.9	-0.1	0.7	6.0	4.2	1.0	-1.4	8.1	9.5	6.1	7.3	12.3
固定資産投資（前年累計比、％）	10.3	8.9	7.3	6.1	5.2	4.9	12.2	9.3	6.8	6.2	6.1	5.7	
不動産開発投資（前年累計比、％）	12.7	10.9	8.8	7.2	6.0	4.4	3.7	0.7	-2.7	-4.0	-5.4	-6.4	
小売売上 名目（前年同月比、％）	8.5	2.5	4.4	4.9	3.9	1.7	6.7	-3.5	-11.1	-6.7	3.1	2.7	
実質（前年同月比、％）	6.4	0.9	2.5	1.9	0.5	-	4.9	-	-	-	-	-	
消費者物価指数 全体（前年同月比、％）	1.0	0.8	0.7	1.5	2.3	1.5	0.9	0.9	1.5	2.1	2.1	2.5	2.7
食品（前年同月比、％）	-3.7	-4.1	-5.2	-2.4	1.6	-1.2	-3.8	-3.9	-1.5	1.9	2.3	2.9	6.3
非食品（前年同月比、％）	2.1	1.9	2.0	2.4	2.5	2.1	2.0	2.1	2.2	2.2	2.1	2.5	1.9
工業製品出荷価格指数（前年同月比、％）	9.0	9.5	10.7	13.5	12.9	10.3	9.1	8.8	8.3	8.0	6.4	6.1	4.2
工業生産者購入価格指数（前年同月比、％）	13.1	13.6	14.3	17.1	17.4	14.2	12.1	11.2	10.7	10.8	9.1	8.5	6.5
新規融資額（億元）	10,800	12,200	16,600	8,262	12,700	11,338	39,800	12,300	31,300	6,454	18,900	28,046	6,790
M2伸び率（％）	8.3	8.2	8.3	8.7	8.5	9.0	9.8	9.2	9.7	10.5	11.1	11.4	12.0
輸出（前年同月比、％）	19.2	25.4	27.9	26.8	21.7	20.8	16.1	14.4	3.6	16.4	17.7	18.0	
輸入（前年同月比、％）	28.3	32.4	16.7	20.0	31.4	19.7	16.6	0.5	0.1	4.0	1.0	2.3	
貿易収支（億米ドル）	557.9	592.0	680.5	848.0	716.8	937.4	554.0	453.3	499.7	774.9	974.4	1012.7	
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、％）	5.4	4.9	4.5	4.9	5.4	5.1	5.5	5.5	5.7	5.8	5.9	5.8	5.5
上海（前年同月比、％）	4.5	4.3	4.0	3.9	4.0	4.2	4.2	4.1	4.1	3.8	3.4	3.4	3.5
商用不動産 着工面積（前年累計比、％）	-0.9	-3.2	-4.5	-7.7	-9.1	-11.4	-12.2	-17.5	-26.3	-30.6	-34.4	-36.1	
完工面積（前年累計比、％）	25.7	26.0	23.4	16.3	16.2	11.2	-9.8	-11.5	-11.9	-15.3	-21.5	-23.3	
不動産販売 面積（前年累計比、％）	21.5	15.9	11.3	7.3	4.8	1.9	-9.6	-13.8	-20.9	-23.6	-22.2	-23.1	
金額（前年累計比、％）	30.7	22.8	16.6	11.8	8.5	4.8	-19.3	-22.7	-29.5	-31.5	-28.9	-28.8	

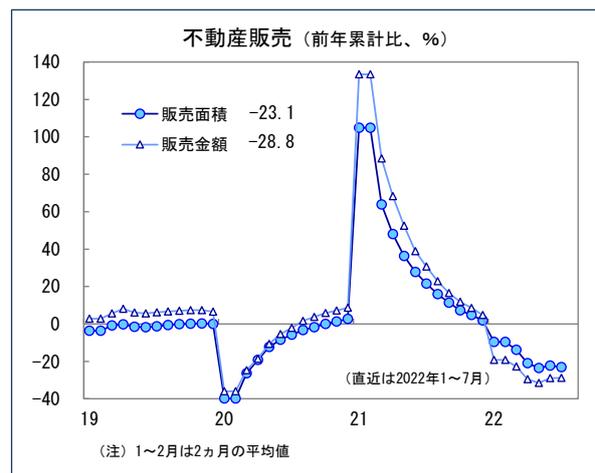
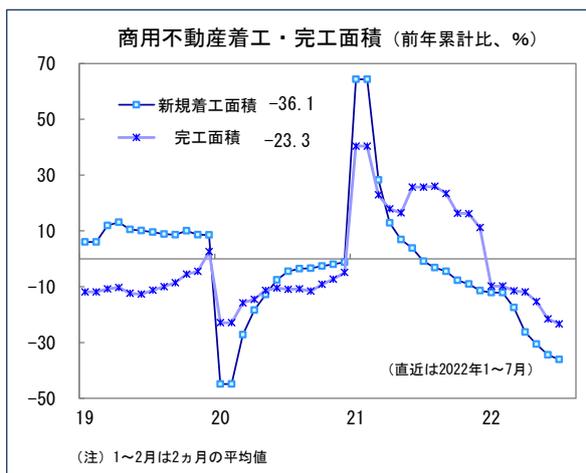
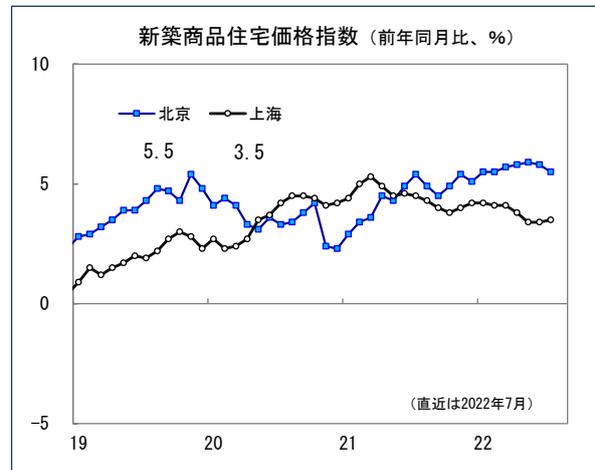
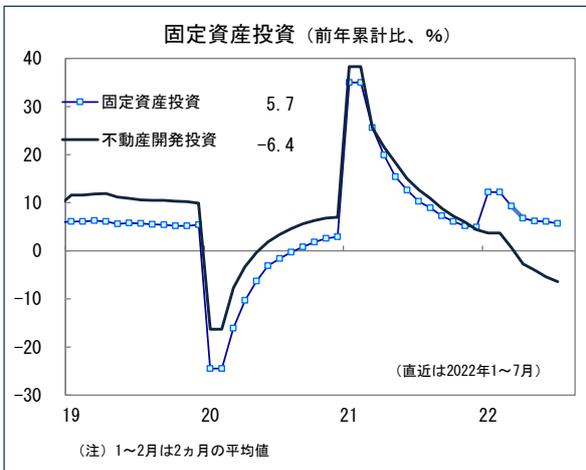
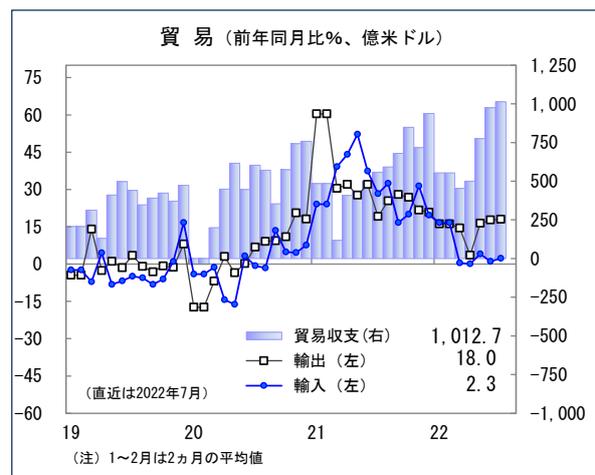
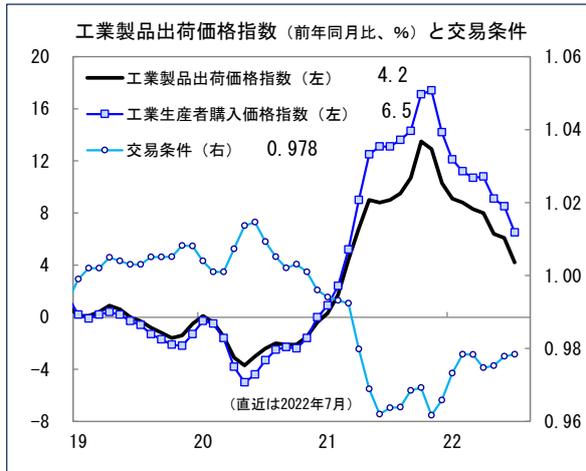
(出所) 中国国家统计局、中国人民银行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEIC より大和総研作成

## 主要経済指標一覧（続き）



（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEIC より大和総研作成

## 主要経済指標一覧（続き）



（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEIC より大和総研作成