

2022年9月26日

# 主要国経済 Outlook

2022年10月号 (No. 431)

経済調査部  
ニューヨークリサーチセンター

## [目次]

Overview	2
政治の力が試される	
経済調査部長 山崎 加津子	
日本経済	4
「全国旅行支援」と水際対策の大幅緩和による経済効果は？	
経済調査部 シニアエコノミスト 神田 慶司	
米国経済	14
金融政策は再び暗中模索へ	
ニューヨークリサーチセンター 主任研究員 矢作 大祐	
欧州経済	24
心身ともに寒さが凍みる	
経済調査部 シニアエコノミスト 近藤 智也	
中国経済	36
党大会、経済重視への転換点となるか	
経済調査部 主席研究員 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

## 政治の力が試される

山崎 加津子

### 世界

30年ぶり、40年ぶりの高インフレと聞くことがすっかり珍しくなくなる中で、生活が苦しくなった人が増えている。消費を減らすことが難しいエネルギーと食品が物価高騰の主因であるため低所得層の生活苦が特に深刻だが、総じて急激な物価高に賃金上昇が追いつかず、実質賃金は目減りしている。また、高インフレを抑制しようと大幅な利上げに踏み切る中央銀行がますます増えているが、これは家計の債務返済負担を大きくする。この状況下で行われた英国与党である保守党の党首選やイタリア総選挙に向けた選挙戦では、争点はもっぱらインフレと景気悪化への対策に集中した。物価高と金利上昇による生活苦を和らげるべく、各国の政府は一時金支給や減税などの生活支援策を講じている。ただし、その財政措置が、金融政策のインフレ対策の効果を打ち消さず、また、財政悪化懸念を招かないようにと配慮する必要があり匙加減が難しい。「政治の力」の存在感が特に大きい中国では10月16日から開催される共産党大会のあとに、ゼロコロナ政策の緩和が進むかが大いに注目される。

### 日本

岸田文雄政権は米欧に後れを取っていた経済活動の正常化を加速させようとしており、新型コロナウイルス感染状況の改善などを受け、今秋にも「全国旅行支援」の実施を検討している。水際対策についても、10月を目途に入国者数上限の撤廃や個人旅行の解禁、訪日ビザの免除を検討している。全国旅行支援が2022年10月初めから2023年3月末まで実施される場合、実施期間全体でGDPを2.0兆円（直接効果：1.5兆円、波及効果：0.4兆円）程度押し上げると試算される。Go To トラベルの同1.2兆円を上回る経済効果をもたらすだろう。経済活動が正常化すれば、サービス消費は足元の水準から大幅に上昇し、2022年4-6月期からの回復余地は年率換算で6~14兆円程度とみられる。対円実質為替レートや出国元の経済規模などから感染拡大がなかった場合の訪日外客数を推計すると、2021年は感染拡大と水際対策によって3,540万人（消費額では4.5兆円）程度抑制されたとみられる。水際対策が大幅に緩和されれば、インバウンドの回復により、現在の「悪い円安」は「良い円安」に転じる可能性がある。ただし、2019年の日本の訪日外客数の4割弱を占めた中国と香港については、水際対策を大幅に緩和しても、中国のゼロコロナ政策の影響で本格回復には時間を要するとみられる。

### 米国

8月のCPIが市場予想を上回ったことで、市場は利上げの最終到達点（ターミナルレート）が引き上げられ、利上げ期間も長期化するとの予想を強めた。FRBにとってはインフレの高止まりを防ぐために金融環境を引き締める必要があることから、市場がインフレの高止まりに警戒感を強めたことは好都合とも捉えられる。他方で、FRBは金融環境を引き締め続けるために、市場よりもタカ派的な姿勢を維持する必要がある。今後、その必要が生じた場合でも利上げペースの緩和といったハト派シグナルは出しにくく、結果的に政策変更が遅延する可能性があるだろう。金融引き締めが続く中で、金融環境が急激にタイト化し、個人消費への逆資産効果を通じて

景気を下押しする恐れがある。FRBはインフレ抑制に向けて、景気悪化を招くことも辞さないとの姿勢を示しているが、実際に景気悪化に直面すればFOMC参加者の中でも意見が分かれる可能性は残る。FRBが一枚岩であることを維持できなければ、市場は金融政策運営に対してさらに疑心暗鬼になり、金融環境は一層ストレスを増すことになりかねない。

## 欧州

ロシアのウクライナ侵攻の長期化に伴って、2023年にかけての欧州景気に対する見方は一段と慎重になっている。高インフレや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。金利上昇も加わり、企業の景況感（特に先行き）や消費者マインドの悪化傾向に歯止めが掛からず、積極的な投資や消費は想定しづらい。9月にECBが示した景気見通し、すなわち2022年後半から2023年1-3月期までほぼゼロ成長が、現時点でのベストシナリオかもしれない。本格的な冬と寒さを前に、各国政府はそれぞれの事情に応じて、家計や企業向けの支援策に力を入れている。政府の関与（肩代わり）が強ければインフレ率は短期的に抑制されるかもしれないが、当然ながら財政負担は大きくなる。財政的に余裕のある国は国民負担を軽減でき、世論の反発を回避することが可能になるだろう。だが、英国のように、世論の歓心を得るために大盤振る舞いになれば、インフレ率鈍化は進まず、財政赤字の膨張は過度な金利上昇を招く恐れがある。

## 中国

2023年の中国経済見通しは、新型コロナウイルス感染症の感染拡大抑制に成功するか否か、ゼロコロナ政策が緩和されるかどうかの鍵を握る。まず、ゼロコロナ政策は第20回共産党大会後に緩和される可能性がある。同政策への固執の背景のひとつには、感染抑制を、異例の3期目に突入する習近平総書記の手柄としたい考えがあるかもしれない。3選という目的が達成されれば、その次のステップとして、経済重視へと舵が切られる可能性がある。一方で、党大会直後に発表される指導体制が、習近平氏の1強体制の強化との結果となれば、習近平氏が一度始めた政策が誤りであったとしても、途中での軌道修正が難しくなる懸念がある。2023年の中国の実質GDP成長率は、楽観シナリオでは前年比6%台に乗せる可能性がある一方で、悲観シナリオでは同3%台にとどまる懸念がある。それを左右するのが「政治（習近平氏）」ということになるだろう。

### 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	3.9	0.2	3.5	3.5	4.7	0.9	1.1	1.5	-4.6	2.3	2.6	1.8
米国	6.9	-1.6	-0.6	1.5	0.7	0.6	0.5	1.1	-3.4	5.7	1.7	0.8
ユーロ圏	2.0	2.7	3.1	-0.7	-1.1	0.4	1.6	1.8	-6.1	5.2	3.0	0.6
英国	5.2	3.1	-0.3	-1.7	-0.7	-0.8	1.0	1.0	-9.3	7.4	3.2	-0.2
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	3.2	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	-3.9	4.6	2.5	0.5
インド	5.4	4.1	13.5	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	-6.6	8.7	7.0	6.0
ロシア	5.0	3.5	-4.1	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9月

## 「全国旅行支援」と水際対策の大幅緩和による経済効果は？

神田 慶司  
小林 若葉  
中村 華奈子

### [要約]

- 米欧の景気後退懸念が強まるなど外部環境が悪化する中、経済活動の正常化の進展度合いが日本経済見通しを左右する状況にある。岸田文雄政権は米欧に後れを取っていた経済活動の正常化を加速させようとしており、新型コロナウイルス感染状況の改善などを受け、今秋にも「全国旅行支援」の実施を検討している。水際対策についても、10月を目途に入国者数上限の撤廃や個人旅行の解禁、訪日ビザの免除を検討している。
- 全国旅行支援が2022年10月初めから2023年3月末まで実施される場合、実施期間全体でGDPを2.0兆円（直接効果：1.5兆円、波及効果：0.4兆円）程度押し上げると試算される。Go To トラベルの同1.2兆円を上回る経済効果をもたらすだろう。経済活動が正常化すれば、サービス消費は足元の水準から大幅に上昇し、2022年4-6月期からの回復余地は年率換算で6~14兆円程度とみられる。
- 対円実質為替レートや出国元の経済規模などから感染拡大がなかった場合の訪日外客数を推計すると、2021年は感染拡大と水際対策によって3,540万人（消費額では4.5兆円）程度抑制されたとみられる。水際対策が大幅に緩和されれば、インバウンドの回復により、現在の「悪い円安」は「良い円安」に転じる可能性がある。ただし、2019年の日本の訪日外客数の4割弱を占めた中国と香港については、水際対策を大幅に緩和しても、中国の「ゼロコロナ」政策の影響で本格回復には時間を要するとみられる。

## 外部環境が悪化する中で日本の経済正常化は加速するか

2022年7月に発生した新型コロナウイルス感染「第7波」は8月にピークアウトし、新規感染者数はこのところ全国的に減少傾向にある。こうした中、岸田文雄政権は米欧に後れを取っていた経済活動の正常化を加速させようとしている。

政府の新型コロナウイルス感染症対策本部は9月8日、「With コロナに向けた政策の考え方」を決定した。保健医療を高齢者や重症化リスクのある者に重点化し、患者の療養期間を見直すなど、ウィズコロナに向けてコロナ対策を新たな段階へと移行させる。これにより、今後は第7波を上回る感染拡大が生じても、保健医療システムを機能させながら社会経済活動を維持できるようにする。その上で、ウィズコロナにおける感染症対策のあり方について引き続き検討していくという。

第7波の1日あたり新規感染者数は過去最多を大幅に更新したものの、重症者数が低位で推移したこともあって政府による行動制限はなかった。第6波までに比べ、人出やサービス消費などへの影響は限定的であり、宿泊需要は回復基調が継続した。9月1日には東京都民を対象とした都内観光促進事業である「もっと Tokyo」（都民割）が再開された。政府は7月前半の開始を見送った「全国旅行支援」について、今秋にも実施することを検討している。

さらに9月7日からは水際対策が緩和された。入国者数上限を1日あたり2万人から5万人に引き上げ、ワクチン3回接種を条件に陰性証明の提出を不要にするなどした。だが、緩和後も訪日ビザを取得しなければならず、受け入れはツアー客に限られる。これについて政府は10月を目途に水際対策を大幅に緩和することを検討しており、実現すればインバウンド（訪日外客）の回復が強く後押しされるとみられる。

米国や欧州では記録的なインフレや中央銀行による金融引き締めなどにより景気後退リスクが高まっている。円の実質実効為替レートは約50年ぶりの低水準に減価し、後述するように日本経済に悪影響を及ぼしている。円安や資源高などを受けて輸入物価が高騰し、国内では約30年ぶりの高インフレが発生した。外部環境が大きく悪化する中、経済活動の正常化が進むのかが日本経済見通しを大きく左右する状況にある。そこで以下では、サービス消費の先行きを占う上で重要な全国旅行支援の経済効果について検討するとともに、水際対策の大幅な緩和によるインバウンドの回復余地や今後の見通しなどについて述べる。

### 1. 全国旅行支援の経済効果とサービス消費の回復余地

#### 全国旅行支援は地方観光業への支援強化や感染拡大リスクの抑制に配慮した制度設計

感染拡大以降の旅行支援策としては、2020年後半に実施されたGo To トラベルキャンペーン（以下、Go To トラベル）や、2021年4月から2022年9月まで実施される県民割がある。これらと全国旅行支援の内容<sup>1</sup>を比較したのが**図表1**である。

<sup>1</sup> 観光庁「全国を対象とした観光需要喚起策の実施について」（2022年6月17日）に基づく。



全国旅行支援の1人泊あたりの割引額は、交通付き旅行商品で上限8,000円である。宿泊のみの場合や日帰り旅行の場合は上限5,000円だ。交通付き旅行商品の割引上限額は県民割（地域ブロック割）から3,000円引き上げられており、鉄道やバス、飛行機を利用した遠距離旅行を促すことで、地方観光業への支援を強化した制度設計といえる。また、旅行先の土産物店や飲食店などで使える地域共通クーポンは、平日に旅行をする場合は3,000円分、休日では1,000円分が付与される。平日の付与額を休日よりも高く設定することで旅行需要を平準化させ、感染拡大リスクを抑える狙いがあるとみられる。

図表1：感染拡大以降の旅行支援策の比較

		Go To トラベル	県民割 (地域ブロック割)	全国旅行支援
対象		全国	当該県とその近隣県	全国
実施期間		2020年7～12月	2021年4月～2022年9月	2022年秋の予定
割引率		一律35%	最大50%	一律40%
割引 上限額	交通付き	14,000円	5,000円	8,000円
	宿泊			5,000円
	日帰り	7,000円		5,000円
地域共通クーポン		旅行代金の15% (最大6,000円)	最大2,000円	平日：3,000円 休日：1,000円
利用条件		—	3回のワクチン接種歴 または陰性証明	同左
事業停止条件		感染拡大に伴い全国で 事業を停止	感染状況がレベル3相当 以上の場合や、レベル2 相当でも感染拡大局面 にあると判断された場 合に事業を停止	感染状況や観光需要の 動向等に応じて臨機応 変に対応。各都道府県 が実施を希望しない場 合は、当該都道府県を 目的地とする旅行を支 援対象から除外

(注) 全国旅行支援は観光庁が2022年6月に公表した資料に基づく。「Go To トラベル」は2020年10月1日から地域共通クーポンの配布が開始され、東京都内の旅行及び東京都内在住者による旅行が割引対象に含まれた。「県民割」は2021年11月から隣接県の住民も対象となり、2022年4月からは「地域ブロック割」が実施されている。

(出所) 観光庁資料より大和総研作成

全国旅行支援による支援額は地域共通クーポンと合わせて1人泊あたり最大11,000円と、Go To トラベルの同20,000円を下回る。その分だけ政策効果が小さくなるようにみえるが、観光庁によると、Go To トラベルの1人泊あたり支援額の実績は約6,150円<sup>2</sup>であったことから、支援額の減少による政策効果への影響は限定的かもしれない。他方、全国旅行支援における旅行代金の割引率は一律40%であり、Go To トラベルの同35%を上回る。Go To トラベルに比べ、低価格帯の県外旅行需要が刺激されそうだ。

<sup>2</sup> 旅行代金の割引額と地域共通クーポンを合わせた支援額は少なくとも約5,399億円、利用人数は少なくとも約8,781万人泊。

感染症対策として、全国旅行支援の利用者には3回目のワクチン接種証明か陰性証明の提示が求められる（県民割（地域ブロック割）と同様）。また、感染状況の悪化などにより全国旅行支援への参加を希望しない都道府県があれば、当該地域を目的地とする旅行を支援対象から外すことができる。この点、Go To トラベルでは事業停止の判断プロセスが曖昧で、当時の菅義偉首相は感染拡大を理由に突如事業停止を表明したことで、事業者や利用者混乱をもたらした。全国旅行支援は都道府県が主体となり、感染状況に応じた臨機応変な対応が取れることから、地域の事情に沿った柔軟性のある制度といえるだろう。

報道によれば、全国旅行支援の予算は感染拡大で実施が見送られた「新たなGo To トラベル事業」予算の一部である5,600億円に加え、県民割の予算（3,300億円）の残額が充てられるという。Go To トラベルでは約1.3兆円の予算額のうち約5,400億円が旅行支援に充てられたことから、全国旅行支援はGo To トラベルでの支援実績に匹敵する予算規模になる見込みだ。また、岸田政権は外部環境が悪化する中で国内景気を下支えするため、全国旅行支援の予算の積み増しを10月中に取りまとめる総合経済対策に盛り込む可能性がある。

## 全国旅行支援の経済効果は2.0兆円程度とGo To トラベルを上回る可能性

全国旅行支援が実施されれば、どの程度の経済効果が期待できるだろうか。Go To トラベルの実績などを基に試算しよう。

2020年度の旅行実態に関するアンケート調査をまとめたリクルートじゃらんリサーチセンター「じゃらん宿泊旅行調査2021」（2021年7月8日）によると、Go To トラベルの実施期間中に旅行した人のうち、74.1%が同事業を利用した（**図表2左**）。また、利用者の47.3%が、同事業があったから旅行したと回答し、利用者の36.9%が、同事業があったから高い宿・高い商品にしたと回答した。後者について、Go To トラベルによる増額は平均11,900円（大人一人1回あたりの旅行）だったという。Go To トラベルの利用実績や観光庁「旅行・観光消費動向調査」の旅行単価、上記アンケート調査を踏まえて試算すると、Go To トラベルによって追加的に発生した需要は、宿泊費や交通費、買物代などの「直接効果」と、観光業以外の産業などへの「波及効果」を合わせて1カ月あたり0.2兆円（実施期間の総額は1.2兆円、GDPベース）程度であったとみられる（**図表2右**）。

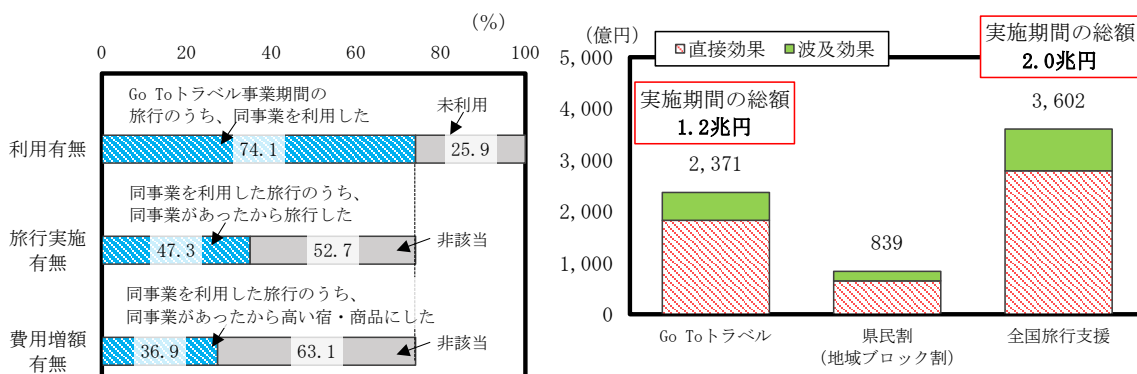
全国旅行支援では上記アンケート調査結果と同程度の旅行行動を想定し、県民割（地域ブロック割）ではその半分程度の行動変容を想定<sup>3</sup>すると、1カ月あたりの経済効果はそれぞれ0.4兆円程度、0.1兆円程度と試算される。全国旅行支援が2022年10月初めから2023年3月末まで実施される場合、実施期間全体で2.0兆円程度の経済効果が期待される（直接効果：1.5兆円程度、波及効果：0.4兆円程度）。Go To トラベルでの1人泊あたり旅行代金が13,282円であった（観光庁による）ことから、平均的な割引額は割引率の高い全国旅行支援の方が大きくなる可能性がある。全国旅行支援が想定のように実施されれば、Go To トラベルを上回る経済効果をも

<sup>3</sup> 県民割（地域ブロック割）では支援対象が近隣県に限られることや東京が除外されていることを踏まえて、旅行者数と旅行単価の増加が半分であると仮定した。

たらずだろう。

実施後は宿泊事業者が需要の増加に対応できるかどうかなどが当面の課題となろう。感染拡大が長期化する中で宿泊事業者の経営状況は大きく悪化している。賃金水準の低さから労働力を十分に確保できないといった問題が生じれば、需給のミスマッチが発生する可能性がある。

図表 2 : Go To トラベルの利用実態 (左) と各旅行支援策の経済効果 (右)



(注) 右図は各事業の実施による旅行者数や旅行単価の増加を通じた経済効果。県民割は感染状況が安定し、多くの都道府県で事業が実施されていた2022年4-6月期における効果を試算。県民割の試算には観光庁「旅行・観光消費動向調査」の居住地と主目的地が同一の旅行者数割合を利用した。全国旅行支援は2022年10月1日～2023年3月末(年末年始を除く)の実施を想定。全国旅行支援においては、全体に占める各事業により増加した延べ旅行者数と旅行費用を増額した延べ旅行者数の割合がGo To トラベルと同等、県民割のそれが半分であると仮定。増額分は、Go To トラベルにおける平均増額分の11,900円に、Go To トラベルの実績から試算した旅行1回あたりの割引額と県民割・全国旅行支援の割引額の差額を上乗せした金額を想定。

(出所) 観光庁統計、リクルートじゃらんリサーチセンター資料より大和総研作成

### 日本人のサービス消費の回復余地は年率換算額で6~14兆円か

外部環境が大きく悪化する中でも、家計がサービス消費を増加させることは可能だろう。物価高で実質賃金が下落しているものの雇用情勢は良好であり、感染拡大後に大幅に積み上がった家計貯蓄が個人消費への悪影響を緩和するとみられるからだ。

「[日本経済見通し：2022年8月](#)」で述べたように、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61.8兆円に達したとみられる。2021年度の個人消費額の21.3%にあたり、当社の2022年度の消費者物価指数(CPI)見通し(直近見通しで前年比+2.4%)を大幅に上回る。

ただし、家計貯蓄は全ての世帯で一様に増加したわけではない。過剰貯蓄の保有世帯を総務省「家計調査」から年収別・就業状態別に整理したのが図表3左である。総世帯の2割強を占める高所得勤労者世帯(年収五分位階級における第Ⅳ・Ⅴ分位<sup>4)</sup>)は31兆円の過剰貯蓄(全体に占める割合は50%)を保有している。この世帯は旅行・外食・娯楽への支出額が比較的大きく、自粛の影響が貯蓄の増加につながりやすかった。

高齢者世帯を中心とする無職世帯は総世帯の4割程度を占め、16兆円の過剰貯蓄(全体に占める割合は26%)を保有している。無職世帯の収入は景気変動の影響を受けにくい年金などが中心であり、感染時の重症化リスクが相対的に高い高齢者は若年・壮年層よりも旅行や外食な

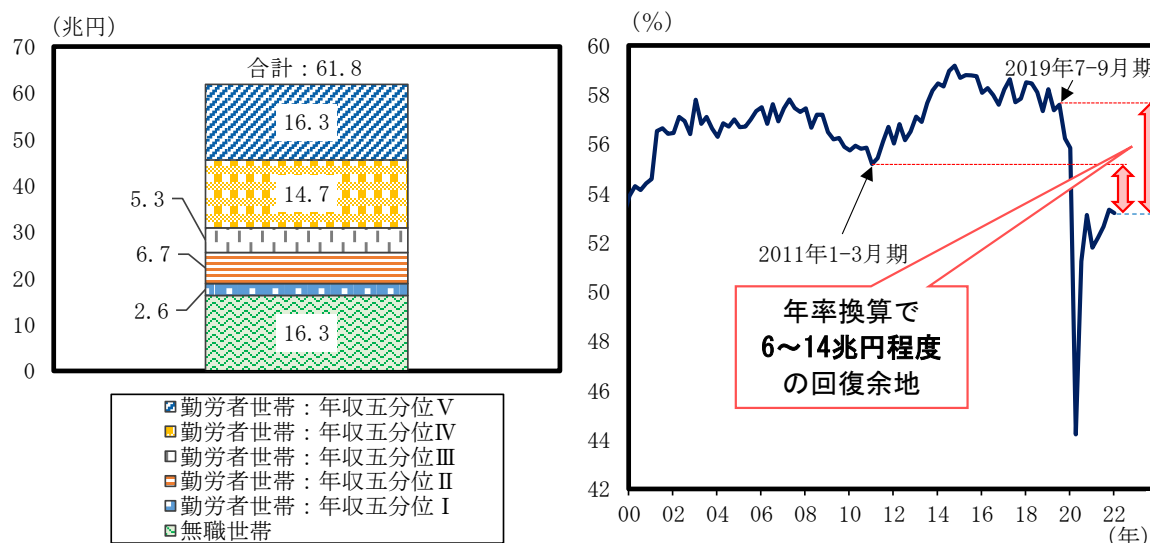
<sup>4</sup> 年間収入は、勤労者世帯の第Ⅰ分位で343万円以下、第Ⅱ分位で343~503万円、第Ⅲ分位で503~651万円、第Ⅳ分位で651~869万円、第Ⅴ分位で869万円以上、無職世帯で平均308万円(2021年)。



どに慎重になったことが背景にあると考えられる。岸田政権は物価高対策として、住民税非課税世帯を対象に1世帯あたり5万円（総額は0.9兆円弱）を給付する方針であるが、**図表3左**では主に無職世帯が受給するとみられる。

年収五分位階級の第I分位に該当するような低所得世帯は物価高の影響が大きく、消費を抑制する可能性がある。一方、それ以外の世帯では高所得世帯を中心に消費の回復余地は大きい。感染状況の改善や全国旅行支援の実施、物価高対策、オミクロン株対応ワクチンの接種、コロナ対策のさらなる見直しなどにより、サービス消費は年末にかけて回復基調が強まるとみている。

**図表3：「過剰貯蓄」の世帯別保有額（左）と日本人のサービス消費対可処分所得比率（右）**



(注1) 左図の過剰貯蓄の保有割合は2022年6月時点。内訳の比率を総務省「家計調査」（総世帯ベース）から求めた後、SNAベースの金額に換算。

(注2) 右図のサービス消費に含まれるインバウンド消費分は、SNAの非居住者家計の国内での直接購入に観光庁「訪日外国人消費動向調査」より算出したサービス消費の割合を乗じて試算した。同調査は2010年1-3月期以前、2020年4-6月期以降は費目別支出のデータがないため、それぞれ直後、直前の四半期のサービス消費割合を利用した。

(出所) 内閣府、総務省、観光庁統計より大和総研作成

経済活動が正常化すれば、サービス消費は足元の水準から大幅に上昇するだろう。GDP統計における国内のサービス消費のうち、インバウンド分を控除した「日本人のサービス消費」を推計すると（**図表3右**）、直近値である2022年1-3月期は可処分所得比で53.2%だった。1回目の緊急事態宣言が発出された2020年4-6月期の44.2%からは回復したものの、感染拡大前で消費増税前の2019年7-9月期の57.6%を依然として大幅に下回る。

日本人のサービス消費が可処分所得比で2019年7-9月期の水準まで上昇すると、2022年4-6月期からの消費増加額は年率換算で13.8兆円に達する。ただし、感染拡大の長期化や在宅勤務の普及などにより、会食などの頻度は感染拡大前のように回復しない可能性があるため、2019年7-9月期の同比率が当面の最大値とみた方がよいかもしれない。一方、2008年のリーマン・ショックを契機とした世界金融危機の影響を受けて個人消費が停滞し、東日本大震災の発生で消費がさらに抑制された2011年1-3月期の55.2%を上回る可能性は高いだろう。すなわち、日本人のサービス消費は同6~14兆円程度の回復余地があるといえそうだ。

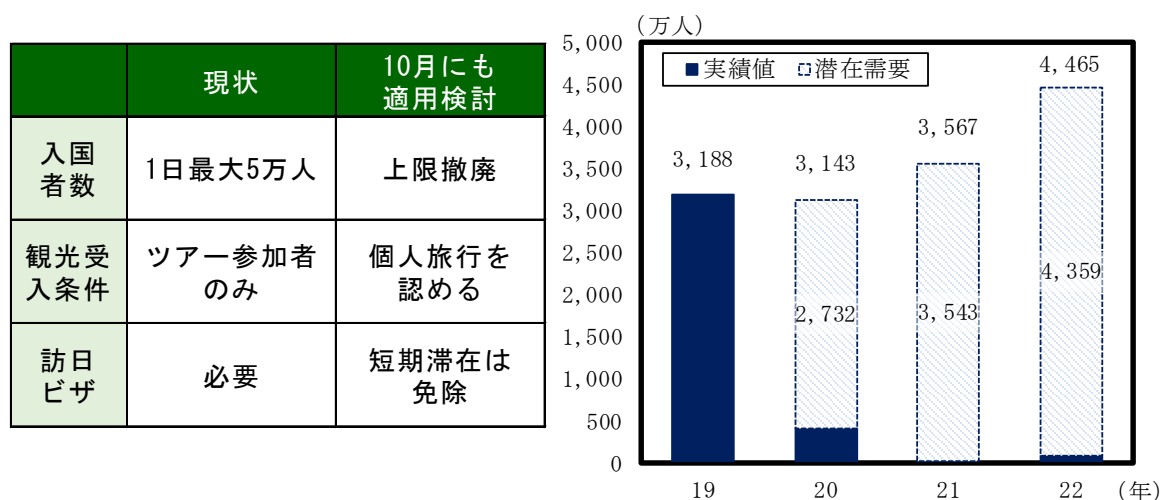
## 2. 水際対策の大幅な緩和でインバウンドは回復加速へ

2021年のインバウンドは感染拡大と水際対策によって3,540万人（4.5兆円）程度抑制

前述のように、岸田政権は10月を目途に水際対策を大幅に緩和することを検討している。各種報道によると、ワクチン3回接種の条件を維持しつつ入国者数の上限が撤廃され、個人客の受け入れも解禁される見込みだ（**図表4左**）。さらに、全ての外国人に取得を求めていた訪日ビザについては、感染拡大前と同様、68カ国・地域からの短期滞在者（90日以内）を対象に免除されるという。感染拡大前のインバウンドは個人旅行が主流であったことやビザ取得が負担になっていることに鑑みると、こうした措置はインバウンドの回復を強く後押ししそうだ。

2021年10月に実施された日本政策投資銀行・日本交通公社「DBJ・JTBF アジア・欧米豪 訪日外国人旅行者の意向調査（第3回 新型コロナ影響度 特別調査）」（2022年2月28日）によると、アジアと欧米豪に居住する回答者が次に国際旅行したい国・地域（近隣の国・地域を除く）として最も多く選んだのはいずれも日本であった。また、次に国際旅行の検討を再開するタイミングは「渡航希望先の安全宣言後（入国制限・入国後の行動制限措置の解除を伴う）」との回答が最も多かった。同調査は日本の水際対策の大幅な緩和がインバウンドの回復にとって重要であることを示唆している。

図表4：水際対策の現状と緩和項目（左）、インバウンドの潜在需要（右）



（注）右図の2022年の実績値は1～7月の実績値の年率換算値。潜在需要は2019年の訪日外客数上位20カ国のパネルデータを使った推計。推計期間は2003～19年。推計式は下記の通り。

$$\ln(\text{訪日外客数}) = -2.2 + 0.7 \times \ln(\text{1期前の訪日外客数}) + 0.7 \times \ln(\text{実質GDP}) - 0.7 \times \ln(\text{対円実質為替レート}) + 0.2 \times \text{ビザ要因} + \text{固定効果}$$

係数は全て1%有意。なお、対円実質為替レート＝外貨建て名目為替レート×日本の物価／相手国の物価。2021年以降の推計値においては、1期前の訪日外客数として前年の推計値を利用した。2022年は、IMFによる実質GDPの予測値を利用し、対円実質為替レートは足元から横ばいとした。

（出所）日本政府観光局、外務省、各国統計、各種報道、Haver Analyticsより大和総研作成

**図表4右**では対円実質為替レートや出国元の経済規模などから、感染が拡大しなかった場合のインバウンドの人数をパネル推計し、実績との差分を潜在需要として示した。2021年は感染拡大や水際対策によって3,540万人程度抑制されたとみられる。これに感染拡大前の2019年の

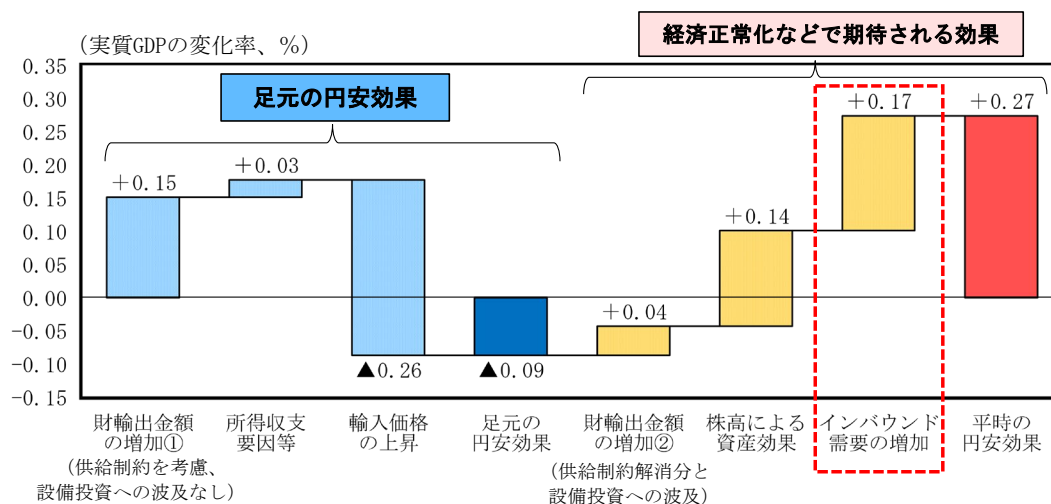
1人あたり消費額を乗じると4.5兆円程度で、実質GDPの0.8%超分に相当する。2022年の潜在需要は、後述する円安の押し上げ効果もあって4,360万人（同5.8兆円）程度に拡大する見込みである。インバウンドの回復余地は相当に大きく、日本経済を下支えすることが期待される。

### インバウンドによる押し上げ効果の発現で「悪い円安」は「良い円安」に転じる可能性

2022年3月初めに115円/ドル程度だったドル円レートは、わずか半年間で30円近く円安ドル高が進んだ。「[日本経済見通し：2022年5月](#)」で示したように、通常の経済状況下での円安は日本経済にネットでプラスの影響をもたらすが、現状はプラス面が表れにくい状況にあるため、ネットでマイナス（いわゆる「悪い円安」）とみられる。この点、水際対策が大幅に緩和されれば円安によるプラス面が大きくなり、「良い円安」へと転じる可能性がある。

**図表5**は当社のマクロモデルを用いて、円安ドル高による2022年度の実質GDPへの影響を要因に分けて試算した結果である。ここでは2022年4月以降のドル円レートが同年1-3月期（116円/ドル）の水準で横ばいのケースと、4月初めから9月20日までは実績でそれ以降は140円/ドルで推移するケースを想定し、両ケースの差分（2022年度では前年度比24円/ドル（22%）の減価）を円安の影響として試算している。

**図表5：円安ドル高による2022年度の実質GDPへの影響（ドル円レートが2022年1-3月期から横ばいのケースとの差分で、前年度比24円/ドル（22%）の減価を想定）**



（注）大和総研のマクロモデルを利用した試算であり、各要因の影響は波及効果を含む。2022年4月以降のドル円レートが同年1-3月期（116.2円/ドル）の水準で横ばいのケースと、4～9月は実績で10月以降は140円/ドルで推移するケースを想定し、両ケースの差分を試算。「インバウンド需要の増加」はアウトバウンド需要の減少の影響を含む。

（出所）大和総研作成

円安が日本経済にプラスの影響を及ぼす経路は主に3つ考えられる。1つ目は、輸出金額や対外投資による純受取額が増加し、企業収益の拡大を通じて設備投資や雇用者報酬などが増加することで、幅広い業種に経済効果が波及する。2つ目は、円安によって輸出企業などの業績が上向くと見方が株式市場参加者の間で広がり、株価の上昇とこれによる資産効果を通じて個

人消費が刺激される。そして3つ目は、サービス輸出に含まれるインバウンド需要が円安によって押し上げられる。海外から見ると、円安は日本のあらゆる財やサービスの価格の低下を意味するからだ。半面、日本人にとっては海外旅行の費用が高まることになるため、海外旅行を控えて国内旅行に振り向けるといった行動（サービス輸入の減少と国内消費の増加）を促す。

足元では米国や欧州を中心に景気後退懸念が強まっており、円安ドル高のスピードは極めて速い。企業は円安で収益が拡大しても設備投資の増加や賃上げに対して慎重になりやすく、株価も軟調に推移しやすい。また、日本の財輸出の主力は自動車だが、同産業では2021年から供給制約に直面しており、円安で輸出数量が増加する効果は一段と表れにくくなっている。インバウンド需要も厳しい水際対策で低迷したままだ。

こうした状況下で円安が進むと、輸入コストの上昇というマイナスの影響がプラスのそれを上回り、2022年度の実質GDPへの影響は▲0.09%と試算される（**図表5**）。ただし、水際対策の大幅な緩和によってインバウンド需要の増加要因（+0.17%）がこれに加われば、実質GDPへの影響はプラスに転じることになる。

振り返ると、水際対策を厳しくしても変異株の国内流入を防ぐことはできなかった。また、日本政府が認めるワクチンを3回接種して訪日する外国人と日本人との間では、感染拡大リスクの違いはないはずだ。他のG7諸国並みの円滑な入国を目指すという岸田政権の方針に従い、水際対策を早期に緩和する必要性は高まっている。

### 中国「ゼロコロナ」政策の長期化などでインバウンドの回復は緩慢に

円安が急速に進む中で水際対策が大幅に緩和すれば、インバウンドの回復は加速するとみられる。ただし本格回復には時間を要するだろう。

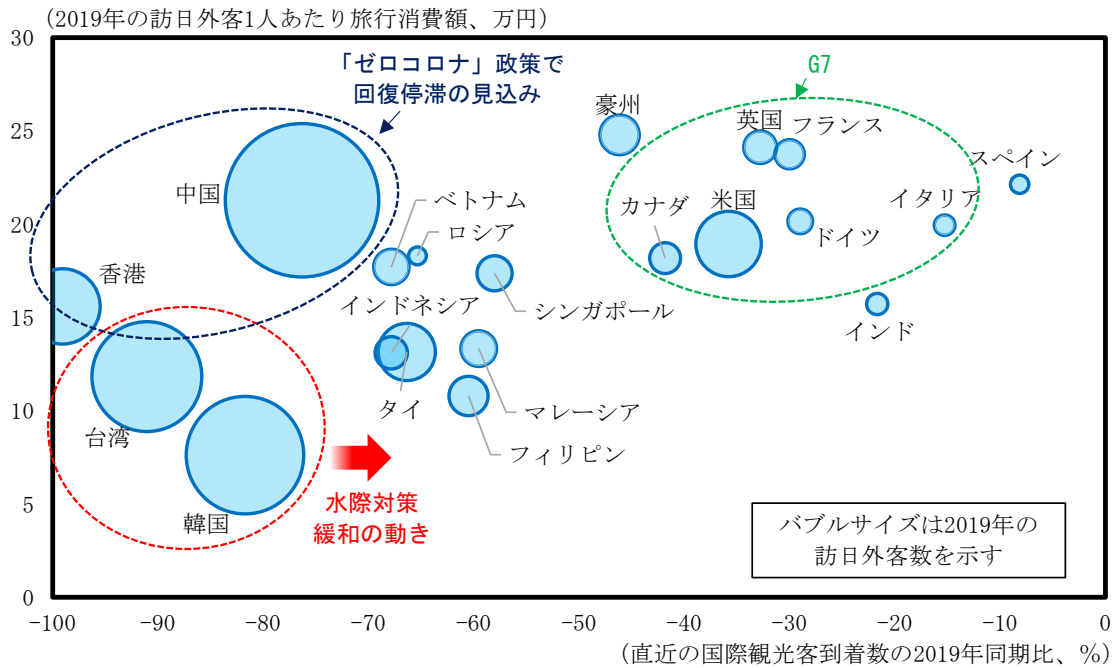
**図表6**では、2019年（感染拡大前）の訪日外客数で上位20カ国・地域を対象とし、縦軸に2019年の訪日外客1人あたり旅行消費額、横軸に直近の国際観光客到着数の2019年同月比を取り、バブルの大きさを2019年の訪日外客数を示した。各国地域の国際旅行の回復度合いや、訪日外客における各国地域の重要度を比較している。

これを見ると、水際対策をほぼ撤廃した他のG7諸国における直近の国際観光客到着数は2019年同月比▲40～▲15%程度である。感染拡大前の水準を大幅に下回っているのは、アジアからの観光客が回復していないことが一因である。特に中国や香港では、当面は「ゼロコロナ」政策によって国際的な人の往来が大きく抑制されると見込まれる。2019年の訪日外客数の4割弱を中国と香港が占めた日本では、水際対策を他のG7諸国並みに緩和しても、減少率が同じように縮小することは難しいだろう。

韓国と台湾では2022年8月から9月にかけて入国前の陰性証明の提出を不要としたり、一部地域からのビザなし渡航を認めたりするなど、水際対策の緩和が進んでいる。旅行者の帰国時の対応の負担が軽減されることなどが訪日旅行を後押しするとみられる。こうしたことを踏まえば、2022年7月で2019年同月比▲95%だったインバウンドの人数の減少率は同▲50%程度

まで縮小することが当面の回復余地となりそうだ。本格回復には程遠いものの、インバウンド消費額では年率換算額で2兆円超に相当するため、外部環境の悪化による日本経済の下押し圧力を大きく緩和することが期待される。

図表6：2019年の訪日外客数上位20カ国・地域の旅行消費額と国際旅行の回復状況



(注1) 中国は国際観光客到着数のデータがないため、国際収支における旅行(受取)を利用。  
 (注2) 国際観光客到着数の直近値は、英国・フランスは2022年4月、ドイツは5月、米国・フィリピン・マレーシア・カナダ・イタリアは6月、中国・韓国・台湾・香港・タイ・豪州・インド・スペインは7月、ベトナム・シンガポール・インドネシアは8月、ロシアは2022年4-6月期のデータ。  
 (出所) 観光庁、日本政府観光局、各国統計、UNWTO、Haver Analytics、CEICより大和総研作成

図表7：日本経済見通し<第214回日本経済予測 改訂版(2022年9月8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)	536.4	534.0	539.1	539.4	544.0	548.7	555.0	556.1	557.7	559.8	562.1	563.9			
<前期比、%>	0.4	-0.4	1.0	0.1	0.9	0.9	1.1	0.2	0.3	0.4	0.4	0.3			
<前期比年率、%>	1.5	-1.8	3.9	0.2	3.5	3.5	4.7	0.9	1.1	1.5	1.6	1.3			
<前年同期比、%>	7.3	1.2	0.5	0.6	1.6	2.7	2.9	3.2	2.4	2.0	1.3	1.3	2.3	2.6	1.8
民間消費支出(前期比、%)	0.4	-0.9	2.4	0.3	1.2	0.9	1.2	0.4	0.4	0.3	0.3	0.2	2.6	3.8	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、%)	1.0	-2.0	0.2	-0.1	2.0	1.4	1.7	1.3	1.2	1.2	1.1	1.0	0.6	4.0	5.0
政府消費支出(前期比、%)	0.9	1.1	-0.3	0.4	0.7	0.5	0.8	-1.8	-1.3	-1.1	0.1	0.1	2.0	1.5	-2.8
公共投資(前期比、%)	-2.5	-3.3	-3.7	-3.2	1.0	1.5	1.3	0.9	0.8	0.5	0.3	0.3	-7.5	-1.6	3.0
輸出(前期比、%)	3.0	0.0	0.6	0.9	0.9	0.6	1.6	1.2	0.7	1.0	0.9	0.8	12.5	3.6	4.0
輸入(前期比、%)	4.4	-1.1	0.4	3.5	0.6	0.3	1.2	0.5	0.6	0.7	0.4	0.4	7.2	4.1	2.5
名目GDP(前期比年率、%)	-1.1	-1.5	1.8	1.7	2.5	6.3	6.0	1.7	1.9	2.2	2.3	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	-0.3	0.3	1.1	0.8	1.4	0.9	0.8	0.7	-1.0	0.5	0.9
鉱工業生産(前期比、%)	0.3	-1.9	0.2	0.8	-2.7	3.7	2.4	2.0	0.9	0.0	0.2	0.3	5.7	1.9	4.8
コアCPI(前年同期比、%)	-0.6	-0.0	0.4	0.6	2.1	2.6	2.5	1.9	1.7	1.3	1.3	0.9	0.1	2.3	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	-11.1	-10.7	-10.3	-10.6	-10.0	-9.7	-9.4	-1.6	-11.7	-9.9
経常収支(兆円、年率)	17.9	11.9	11.4	9.1	5.4	6.7	7.4	7.9	8.0	8.1	8.5	8.9	12.7	6.9	8.4
前提															
原油価格(WTI、ドル/バレル)	66.2	70.5	77.1	95.0	108.5	91.2	81.9	81.9	81.9	81.9	81.9	81.9	77.2	90.9	81.9
為替レート(円/ドル)	109.4	110.1	113.7	116.2	129.6	138.5	143.8	143.8	143.8	143.8	143.8	143.8	112.3	138.9	143.8

(注) 網掛け部分は大和総研予想。  
 (出所) 大和総研



# 米国経済 金融政策は再び暗中模索へ

FRB はタカ派化を継続するも、景気悪化は極力避けたい

矢作 大祐

## [要約]

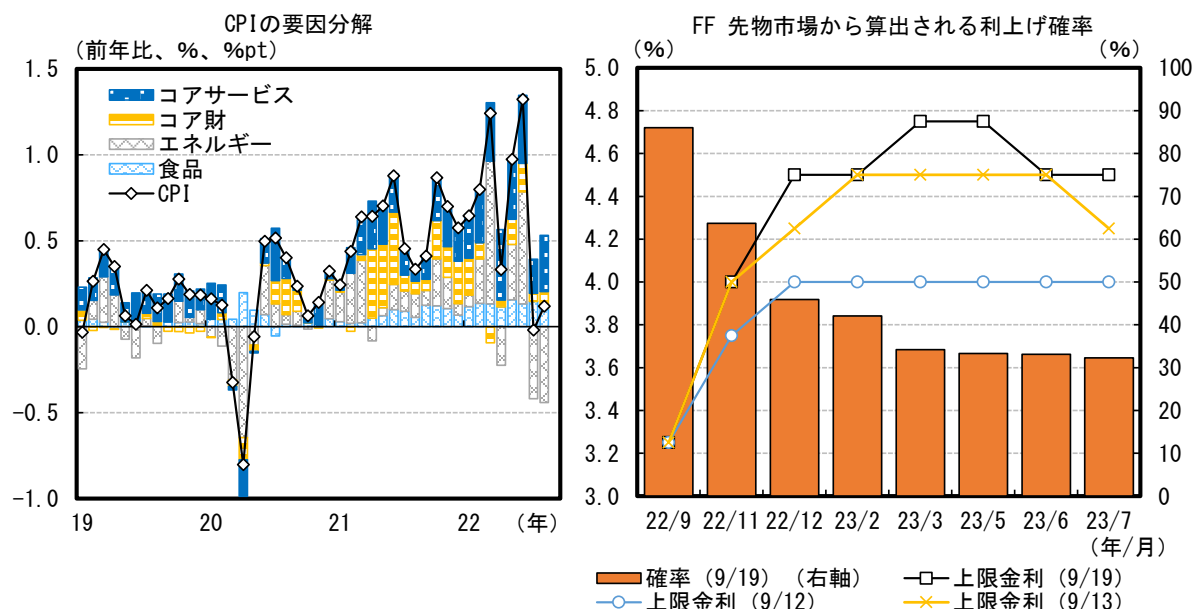
- 8月のCPIが市場予想を上回ったことで、市場ではインフレが高止まりするのではないかとの懸念が再び強まった。結果、市場は利上げの最終到達点（ターミナルレート）が引き上げられ、利上げ期間も長期化するとの予想を強めた。つまり、市場は金融政策の先行きを再検討し始めたといえる。FRBにとってはインフレの高止まりを防ぐために金融環境を引き締める必要があることから、市場がインフレの高止まりに警戒感を強めたことは好都合とも捉えられる。
- 他方で、市場が金融政策の先行きを再検討し始めたことは、FRBが直面する厄介事も増える。足下ではインフレが減速していく兆候も見られることから、利上げペースの緩和を検討し始めるには適したタイミングである。しかし、FRBは金融環境を引き締め続けるために、市場よりもタカ派的な姿勢を維持する必要があると、利上げペースの緩和といったハト派シグナルは出しにくい。結果的に政策変更が遅延する可能性があるだろう。
- 金融引き締めが続く中で、金融環境が急激にタイト化し、個人消費への逆資産効果を通じて景気を下押しする恐れがある。FRBはインフレ抑制に向けて、景気悪化を招くことも辞さないとの姿勢を示しているが、実際に景気悪化に直面すればFOMC参加者の中でも意見が分かれる可能性は残る。FRBが一枚岩であることを維持できなければ、市場は金融政策運営に対してさらに疑心暗鬼になり、金融環境は一層ストレスを増すことになりかねない。
- 市場の懸念を解決できるのは結局のところはFRBしかない。9月のFOMCで公表予定のドットチャートやSEP（FOMC参加者による経済見通し）を活用しながら、景気・金融政策の見通しを明確に示せるかが米国経済の先行きを考える上での最大のポイントといえる。

## 8月のCPIの上振れによって、市場は金融引き締め長期化を予想

7月(8月10日公表)のCPIが減速し、インフレが減速していくとの期待が高まった一方で、8月(9月13日公表)は市場予想を上回るネガティブ・サプライズとなった。ヘッドライン(前月比+0.1%(市場予想:同▲0.1%)、前年比+8.3%(市場予想:同+8.1%))はエネルギー価格が押し下げたことで減速したが、コアCPI(前月比+0.6%(市場予想:同+0.3%)、前年比+6.3%(市場予想:同+6.1%))が加速し、全体を押し上げた。

コアCPIの内訳を見ると、コア財(前月比+0.5%)、コアサービス(同+0.6%)ともに伸び幅が拡大した。コア財に関しては、個人消費が財からサービスへと移行し、需要が抑制されるとともに、サプライチェーンの混乱に改善が見られる中で、上昇したことは意外性を伴う結果であった。ただし、コア財の加速は、半導体不足によって在庫の積み上げが遅れていた自動車関連品目による押し上げという側面が強い。自動車小売の在庫は依然として低水準であったことから自動車関連品目は上振れしやすい状況にあったといえる。コアサービスに関しては、ほとんどの主要品目の伸びが加速した。中でも、ウェイトの大きい家賃による押し上げが大きい。足下の住宅市場の調整により、住宅価格は減速或いは低下しているが、CPIの内訳の家賃は住宅価格に遅行する傾向がある。市場は自動車関連の供給不足や家賃の遅行性について、楽観的に捉えていたことから、結果的にネガティブ・サプライズが生じたといえる。また、前年比ベースについては、2021年7-9月の伸びが抑制されていたことで、2022年7-9月期の伸び幅が大きくなりやすかった点も市場の期待を裏切る結果をもたらす要因の1つとなった。

図表1 CPIの要因分解、FF先物市場から算出される利上げ確率



(出所) BLS、CME、Haver Analytics より大和総研作成

8月のCPIの結果を受け、市場はFRBがさらなる金融引き締めに進むとの観測を強めた。8月のCPI公表前(9月12日)のFF金利予想値(CMEによる最も高確率な水準、以下同)は、11月が3.75%、12月が4.00%と上昇した後、2023年上半期は横ばい圏で推移するというもの

であった。しかし、CPI公表後（9月13日）のFF金利予想値は11月が4.00%、12月が4.25%、2023年2月が4.50%へと水準が切り上がり、利上げ期間も延長されるとの見方が強まった。足下（9月19日）はさらにタカ派化し、ターミナルレート（利上げサイクルの最終到達点）は2023年3月に4.75%まで上昇すると見立てになっている。もっとも、市場予想におけるFF金利の道筋は上振れしたとはいえ、その予想は確信に満ちているわけではない。上記に示した最も高確率な金利水準においても、2023年3月以降は3割強と予想がばらついている。つまり、7月のCPIの減速後に市場予想が収斂し始めていたFF金利のターミナルレートに関して、8月のCPIの結果を受けて市場は金融政策の先行きを再検討し始めたといえる。

## 金融政策運営における、1つの好都合と2つの厄介事

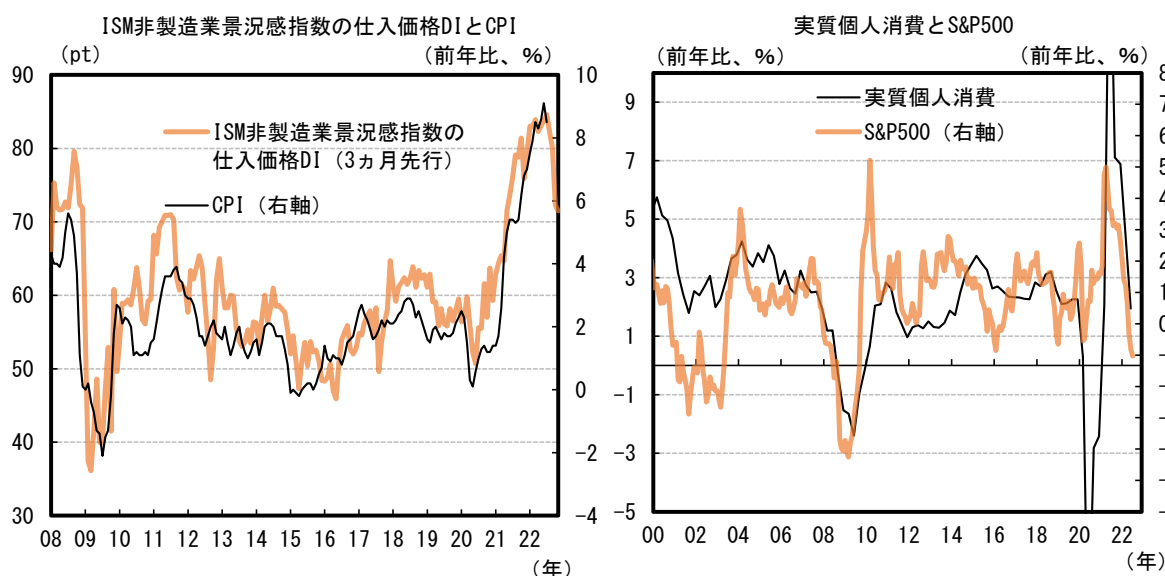
金融引き締めに関する市場の再検討が始まったことは、FRBが高インフレへの対応を進める上で好都合となる一面もある。そもそもFRBは、インフレが高止まりするリスクがある中で、タイトな金融環境を維持することで景気を減速させる必要がある。しかし、7月のCPI（8月10日公表）が減速感を示すとともに、8月の雇用統計（9月2日公表）が堅調だったことで、株式市場を中心に先行きに対する楽観姿勢が強まっていた。結果、8月半ば以降は金融調査庁（OFR）が公表する金融ストレスインデックスも上昇（悪化）から低下（改善）に転じ、市場のストレスは和らぎ、金融環境は全体的に緩和的な方向へと向かっていた。8月のCPIを契機に、高インフレに対する市場の警戒感が強まったことは、FRBが市場の楽観姿勢を是正する手間を省くことになったとも解釈できる。

しかし、8月のCPIの結果はFRBにとって2つの厄介事をもたらすだろう。1つは、FRBが金融引き締めペースを遅らせ、停止するためのハードルが上がり得ることが挙げられる。7月のFOMCの議事録の中で、「金融政策運営のスタンスがさらに引き締まっていく中で、累積的な政策調整が経済・物価に与える影響を考慮しながら、政策金利のペースを緩めることが、どこかの時点で適切となる可能性が高い」ことが示された。インフレの各種指標を見ても、PPIや輸入物価は引き続き減速しており、企業マインドにおいても仕入価格DIの低下傾向が見られる。自動車価格に関しても、半導体不足が徐々に解消することで自動車小売の在庫が増え、徐々に減速してくることが想定される。また、家賃も遅行性があるとはいえ、住宅価格にあわせて遅かれ早かれ低下していくことが見込まれる。つまり、9月のFOMC以降は、利上げペースの緩和を議論する適切なフェーズとなる。しかし、市場でターミナルレートの再検討が始まったことで、FRBは市場よりもタカ派的な姿勢を継続しなければ、タイトな金融環境は維持しにくい。利上げペースの緩和は、市場がハト派的と認識しやすいことから、FRBとしても打ち出す内容・時期について慎重を期すことになり、結果として政策変更やその検討が遅延する可能性があるだろう。

もう1つの厄介事は、景気後退リスクを高め、金融引き締めの難易度を高め得ることが挙げられる。8月のCPI公表時に見られたように、そもそも市場はインフレ動向によって一喜一憂しやすい。加えて、9月からはバランスシートの縮小（QT）のペースが加速したことから、市場の流動性がタイト化しやすい。そして、8月のCPIの結果を受け、FRBがタカ派的な姿勢を継続す

る可能性があることは前述の通りである。つまり、インフレや金融政策を巡って市場を取り巻く不確実性が大きく、金利や株価などのボラティリティが上昇し、金融環境が急激にタイト化する恐れがある。実際に株式市場もさらなる金融引き締めによる身構え、主要株価指数は8月のCPI公表以降冴えない動きが続いている。こうした中で懸念されるのは、株価下落等によって米国経済の屋台骨である個人消費が下振れする、つまりは逆資産効果であろう。

図表2 ISM非製造業景況感指数の仕入価格DIとCPI、実質個人消費とS&P500



（出所）BEA、BLS、ISM、S&P、Haver Analytics より大和総研作成

パウエルFRB議長を中心にFOMC参加者の多くは、インフレ抑制に向けて景気悪化を招くことも辞さない覚悟を示している。しかし、実際に景気後退に直面した場合にFRBが金融引き締めを継続できるかは不透明である。1980年代初頭にインフレファイターとして金融引き締めを先導したボルカーFRB議長（当時）は、回顧録の中で景気後退期に突入しそうな1979年に、利上げの是非をFOMCで投票した際に表決が割れたことで、市場に対してFRBが毅然とした態度を示すことができなかったと記載している。また、1980年に導入した信用供与規制等によって急激に金融環境がタイト化し、景気後退が近づいたことから一時的に利下げに転じざるを得なくなり、インフレ抑制が遅れたことも指摘している。つまり、積極的な金融引き締め策を通じてインフレを封じ込めた1980年代初頭においても、景気後退に直面した際には、FOMC参加者が一枚岩であることは困難であり、金融政策運営の継続性を確保することが難しかったことを示している。そして、FRBが継続性を保てなければ、市場は金融政策に対してさらに疑心暗鬼になり、金融環境は一層ストレスを増すことになりかねない。

景気・インフレの行く末がFRBのスタンス次第との様相を強める中で、9月20・21日のFOMCは先行きの金融政策の手掛かりを探る場となる。米国経済の先行きを巡って、公表が予定されるFOMC参加者のFF金利見通し（ドットチャート）や経済見通し（SEP）を通じて、タカ派化の最高到達地点（FF金利の予想最大値）や景気悪化の許容範囲（実質GDP成長率の予想最低値）を確認することが当面の最優先事項となる。

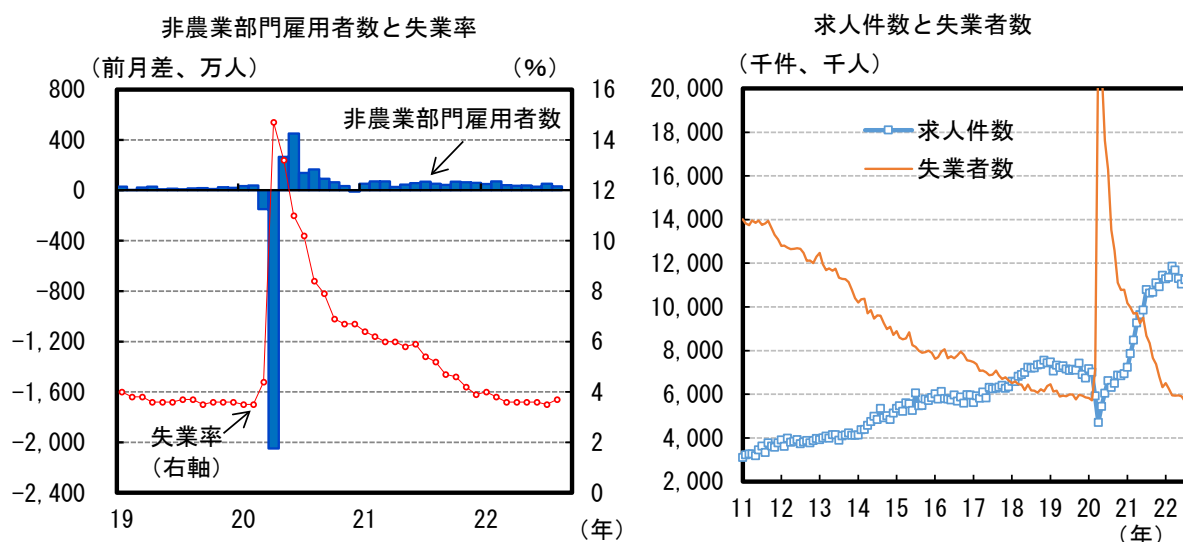
## 雇用環境は堅調さを維持し、先行きも大崩れはしにくい<sup>1</sup>

2022年8月の雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月差+31.5万人と、市場予想を上回る結果となり、雇用環境は堅調さを維持した。失業率は同+0.2%ptの3.7%と市場予想を上回った（悪化）が、押し上げの主因は非労働力人口の減少（労働市場への参入増）であり、労働需給がタイトな中でポジティブな結果といえる。また、最大の懸念材料であるインフレ加速に関して、賃金上昇率が前月比で減速した点はポジティブな結果といえる。労働参加の増加が今後も続けば、賃金上昇圧力、ひいてはインフレ圧力が徐々に和らいでいくことが期待される。

他方で、非自発的パートタイム就業者や解雇による失業者の増加といった雇用環境の悪化に関する兆候も見られる。こうした中で、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（9/4-9/10）は21.3万件の増加となった。失業保険申請件数は8月半ば以降に減速傾向を示しつつあることから、雇用環境は堅調さを維持しているといえる。

雇用環境の先行きに関して、労働需要に注目すると、7月の求人件数が前月差+19.9万件と増加し、水準は1,124万件と失業者数を大きく上回っている。過去を踏まえれば、求人件数が落ち込んだ後に、失業者数の増加や雇用者数の減少といった雇用環境の大幅な悪化が起きることが多い。とはいえ、求人件数が失業者数の2倍弱の水準である現状から考えると、たとえ求人件数が減少したとしても、当面の間失業者数が急増するような事態は想定しがたいだろう。

図表3 非農業部門雇用者数と失業率、求人件数と失業者数



(出所) 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「非農業部門雇用者数は前月差+31.5万人」(2022年9月5日) 参照 [https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20220905\\_023255.html](https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20220905_023255.html)

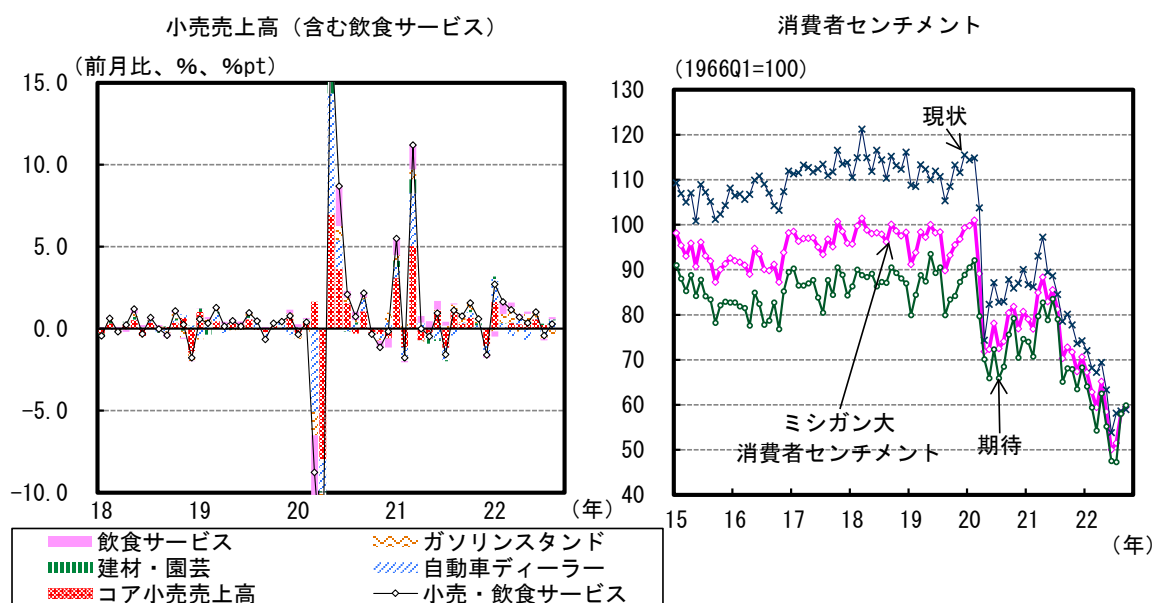


## 小売売上高は名目・実質ともに増加に転じる

個人消費の動向を確認すると、2022年8月の小売売上高(含む飲食サービス)は前月比+0.3%と増加に転じ、市場予想(Bloomberg調査:同+0.2%)を上回った。他方、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+0.0%と減速した。小売売上高(含む飲食サービス)の内訳を見ると、ガソリン価格の下落によるガソリンスタンド(同▲4.2%)の減少、及び住宅市場の調整を背景とした家具・身の回り品(同▲1.3%)の減少が主な下押し要因である。他方で、サービス消費への移行が続く中で飲食サービス(同+1.1%)が増加し、新学期開始によるバック・トゥ・スクール関連でGMS(総合小売)(同+0.5%)、スポーツ用品・娯楽(同+0.5%)、衣服・宝飾品(同+0.4%)が堅調な結果となった。コア小売売上高に関する特殊要因としては、無店舗販売(同▲0.7%)が7月のアマゾン・プライムデーによる急増から反動減となった点であり、特殊要因を除けばまずまずの結果といえる。また、実質ベースの小売売上高が同+0.2%と4ヵ月ぶりにプラスに転じたことを踏まえれば、個人消費は底堅く推移していると考えられる。

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、9月が前月差+1.3ptと3ヵ月連続で改善した。しかし、水準は59.5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+0.3pt)が横ばい圏で推移している一方で、期待指数(同+1.9pt)が改善した。ミシガン大学は、消費者マインドが改善を続けている一方で、その改善幅は小さく、景気の先行きの不確実性を示唆しているとコメントしている。また、期待インフレについても、短期・長期ともに低下したが、不確実性は高まっていることも併せて指摘している。景気・物価に関する不確実性が低下するまでは、消費者マインドの大幅な改善が期待しにくいことも認識しておくべきだろう。

図表4 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

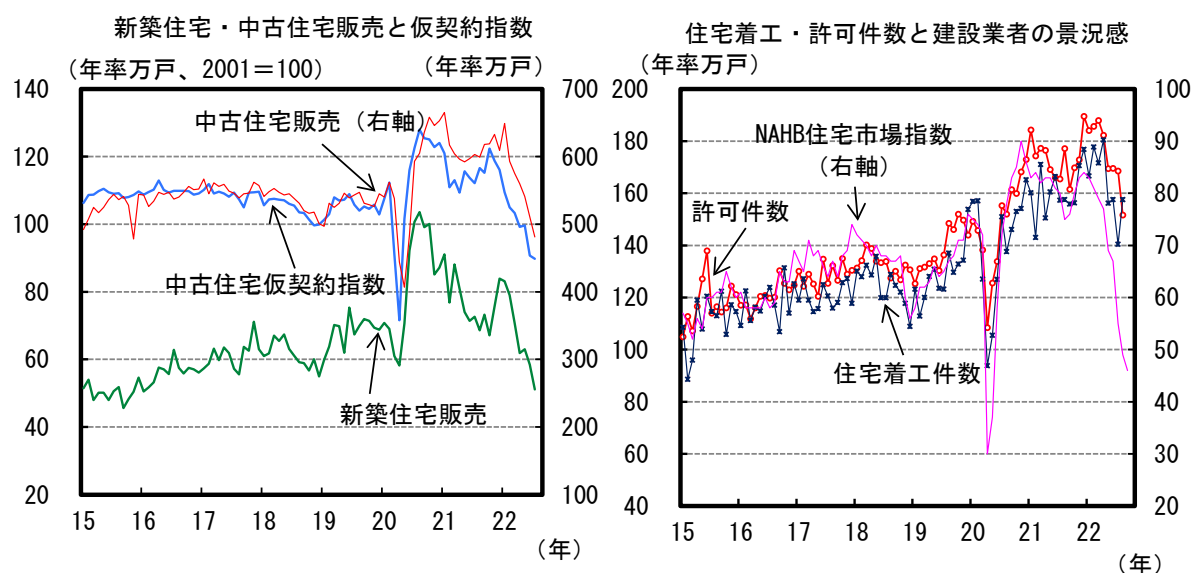
## 住宅市場は調整継続、建設業者のマインドはさらに悪化

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7月は同▲12.6%と2ヵ月連続で減少し、マイナス幅も拡大した。新築・中古住宅販売ともに急激に冷え込む状況が継続している。実勢の住宅価格は徐々に低下しつつあるが、依然として価格水準は高い。こうした中で、住宅ローン金利（30年固定）も2008年11月以来となる6%台まで上昇している。住宅購入をしたくとも、多くの人々は先延ばしせざるを得ない状況にあるといえる。

また、住宅供給に関しては、2022年8月の新築住宅着工は前月比+12.2%とプラスに転じたが、7月の大幅な減少からの反動増という側面が強い。先行指標である建設許可は同▲10.0%と2ヵ月連続かつ大幅なマイナスとなっており、住宅供給の見通しは明るくない。こうした中で、住宅建設業者のマインドに関しても、さらに悪化した。NAHB（全米住宅建設業協会）住宅市場指数を見ると、2022年9月分は前月差▲3ptと大幅かつ9ヵ月連続で悪化し、水準も46と2020年5月以来の低さとなった。NAHBは、住宅ローン金利が上昇する中で住宅需要が低下したことで、住宅不況が改善へと向かう兆しは見えないと指摘している。

住宅不況が続く中で、許可後未着工件数が高水準にあるように、建設業者も建設を積極的に進めていこうとする意識が低下している。ただし、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。住宅価格の落ち込みが緩やかなものとなれば、インフレが落ち着くまでに時間がかかる。そして、FRBがインフレが落ち着くまで金融引き締めを続けるとすれば、住宅不況は長引く可能性が出てくることになるだろう。

図表5 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

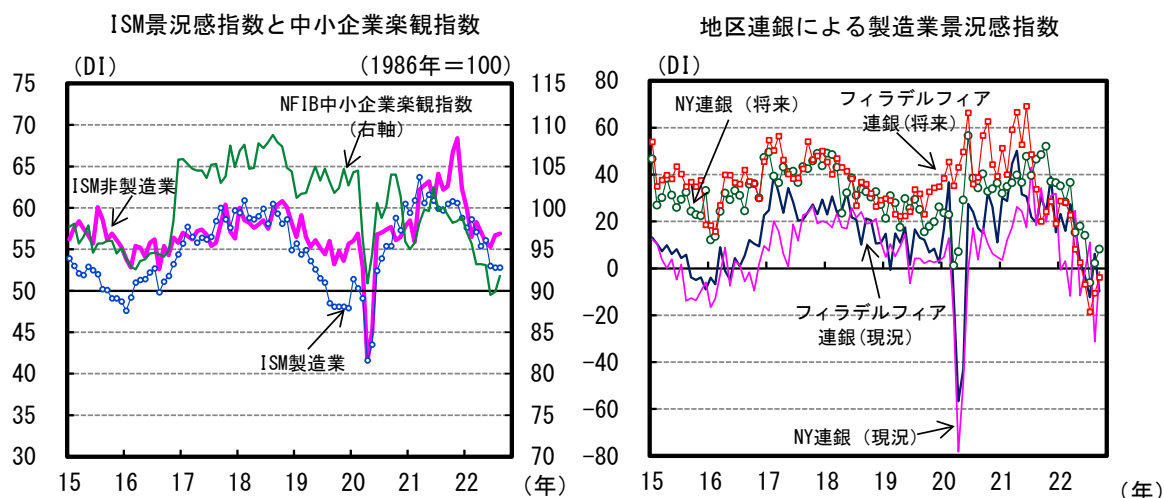
## 企業マインドは小康状態が継続

2022年8月のISM景況感指数に関して、製造業は前月から横ばいの52.8%、非製造業は前月差+0.2%ptの56.9%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、雇用指数が改善し、非製造業に関しては、事業活動指数、新規受注指数、雇用指数が改善した。製造業・非製造業ともに市場予想を上回るまざまざな結果となった。コメントを見ると、製造業・非製造業ともに、需要の根強さと輸送に関する混乱の緩和といったポジティブな声がある一方で、人手不足や半導体・材料不足などが引き続き懸念材料となっている。

中小企業マインドに関しては、2022年8月のNFIB(全米独立企業連盟)中小企業楽観指数は、前月差+1.9ptと2ヵ月連続で改善し、水準は91.8となった。内訳項目を見ると、景況感の改善に対する期待や実質販売増加に対する期待のマイナス幅が縮小した。数値は改善したものの、NFIBは中小企業を取り囲む困難な状況が継続していると指摘している。具体的には、中小企業が高インフレや労働力不足、サプライチェーンの混乱に直面していること、そして、先行きに関しても、FRBによる金融引き締めが需要を抑制し、最終的に高インフレが落ち着くまでには時間を要する可能性があることが挙げられている。

8月の企業マインドは数値で見れば、大幅な悪化は見られず、小康状態が継続しているといえる。2022年9月中旬までの動向を含む地区連銀による製造業景況感指数を見ると、NY連銀(現況指数)が前月差+29.8ptと大幅に改善した一方で、フィラデルフィア連銀(現況指数)は同▲16.1ptと悪化した。両指数の振れが大きいことを割り引いて考える必要があるものの、両指数は方向感が見えにくい結果が続いていることから、製造業の企業マインドは9月においても改善とも悪化ともいいにくい景気認識である。他方で、期待指数に関しては、NY連銀、フィラデルフィア連銀ともに2ヵ月連続で改善したことから、先行きに関しては悲観一色ではないことを示唆しているといえる。

図表6 ISM景況感指数と中小企業楽観指数、地区連銀による製造業景況感指数



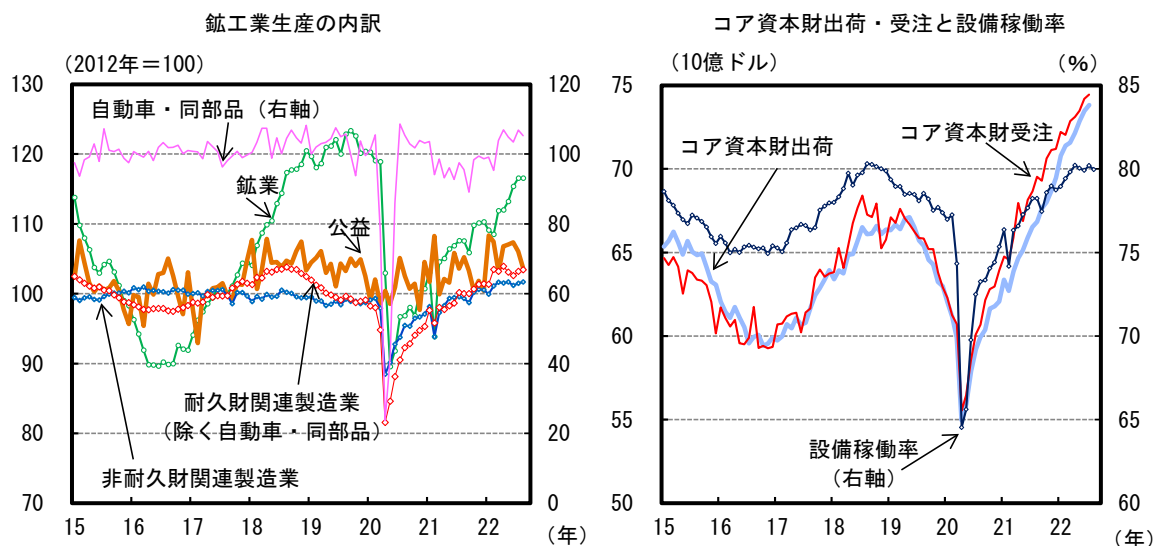
(出所) ISM、NY連銀、フィラデルフィア連銀、NFIB、Haver Analyticsより大和総研作成

## 8月の鉱工業生産はマイナスに転じる

企業の実体面に関して、2022年8月の鉱工業生産指数は前月比▲0.2%とマイナスに転じ、市場予想（Bloomberg 調査：同+0.1%）を下回った。内訳を見ると、製造業（同+0.1%）と鉱業（同+0.0%）が減速したことに加え、公益（同▲2.3%）がマイナス幅を拡大させたことで全体を押し下げた。製造業の内訳を見ると、耐久財（同+0.0%）、非耐久財（同+0.2%）ともに減速した。耐久財に関しては、前月に大幅増となった自動車・同部品（同▲1.4%）が再び減少したことや、住宅市場が調整する中で家具・家事用品（同▲2.1%）や木製品（同▲1.7%）が振るわなかった。他方で、その他輸送用機器（同+2.1%）やコンピューター・電子機器（同+1.3%）が堅調な結果となった。非耐久財に関しては、繊維・同製品（同▲1.2%）が足を引っ張ったものの、石油・石炭製品（同+3.5%）が全体を押し上げた。

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7月に前月比+0.5%、先行指標であるコア受注は同+0.3%といずれも減速しつつ増加した。8月の鉱工業生産がマイナスとなり、設備稼働率は前月差▲0.2%pt 低下の80.0%となったが、設備稼働率は依然として高水準にあり、ひっ迫感は強いことから、当面の設備投資の必要性は高いと考えられる。ただし、金融引き締めが継続する中で製造業を中心に改善とも悪化ともいいにくい景気認識となっており、設備投資が今後も持続的に増加するというような予想は立てにくい。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月期の設備投資は4-6月期に比べて増加すると見込むが、10-12月期以降の設備投資は伸び悩む可能性があるだろう。

図表7 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

足下までの経済指標を踏まえれば、7-9月期は住宅投資のマイナス幅が拡大することが想定される一方で、個人消費は底堅く推移し、設備投資は再びプラスに転じると見込む。4-6月期の下押し要因となった民間在庫もマイナス幅は縮小し、実質 GDP 成長率は前期比年率+1.5%とプラスに転じるとの予想を維持する。

他方で、米国経済を取り巻く不透明感は強まっている。8月のCPIが示したように、インフレの高止まりは最大の懸念材料であり、その結果としてFRBによるさらなる大幅な金融引き締めが必要となる可能性がある。インフレ抑制に向けて金融環境をタイトなままで維持するために、FRBはタカ派的なスタンスを維持せざるを得ない。他方、FRBは景気が悪化してもインフレ抑制を最優先するとのスタンスを示しているが、いざ景気悪化に直面すればその覚悟は揺らぎかねない。FRBの中での覚悟が揺らぎ、金融引き締めを緩めてしまえば、インフレの高止まりリスクが継続する可能性が出てくる。

市場において上述のような疑念が渦巻き、景気・金融政策の先行きに自信が持てない状況が続くと、資産価格の下落等による逆資産効果等をもたらす、自己実現的に景気を悪化させかねない。市場の疑念を解決できるのは結局のところはFRBしかなく、9月のFOMCで公表予定のドットチャートやSEPを活用しながら、景気・金融政策の見通しを明確に示せるかが米国経済の先行きを考える上で最大のポイントといえる。

図表8 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、%			
	前期比年率、%												前年比、%			
国内総生産	6.3	6.7	2.3	6.9	-1.6	-0.6	1.5	0.7	0.6	0.5	1.1	1.4				
〈前年同期比、%〉	0.5	12.2	4.9	5.5	3.5	1.7	1.5	0.0	0.6	0.8	0.7	0.9	-3.4	5.7	1.7	0.8
個人消費	11.4	12.0	2.0	2.5	1.8	1.5	1.3	1.1	1.0	0.9	1.2	1.5	-3.8	7.9	2.4	1.1
設備投資	12.9	9.2	1.7	2.9	10.0	0.0	3.0	2.4	1.8	0.9	1.6	2.0	-5.3	7.4	4.3	1.8
住宅投資	13.3	-11.7	-7.7	2.2	0.4	-16.2	-18.8	-15.5	-8.7	-4.3	-1.4	0.6	6.8	9.2	-7.8	-9.7
輸出	-2.9	7.6	-5.3	22.4	-4.8	17.6	5.2	3.8	2.3	2.2	2.5	2.7	-13.6	4.5	6.4	3.8
輸入	9.3	7.1	4.7	17.9	18.9	2.8	-2.7	2.0	1.6	1.5	2.0	2.4	-8.9	14.0	9.1	1.3
政府支出	4.2	-2.0	0.9	-2.6	-2.9	-1.8	2.7	1.7	1.2	1.3	1.4	1.4	2.5	0.5	-1.2	1.3
国内最終需要	10.4	8.0	1.3	1.7	2.0	-0.2	1.1	0.8	0.9	0.8	1.2	1.6	-2.5	6.5	1.6	0.9
民間最終需要	11.8	10.1	1.4	2.6	3.0	0.2	0.8	0.7	0.8	0.7	1.2	1.6	-3.6	7.9	2.2	0.8
鉱工業生産	3.1	6.5	3.5	4.8	4.7	5.3	1.8	2.1	1.6	1.2	1.6	2.0	-7.0	4.9	4.3	1.9
消費者物価指数	4.1	8.2	6.7	7.9	9.2	10.5	5.7	4.1	3.6	3.5	3.0	2.9	1.2	4.7	8.1	4.2
失業率(%)	6.2	5.9	5.1	4.2	3.8	3.6	3.6	3.8	3.9	3.9	3.8	3.8	8.1	5.4	3.7	3.9
貿易収支(10億ドル)	-197	-204	-219	-225	-283	-253	-214	-210	-206	-203	-201	-200	-654	-845	-960	-811
経常収支(10億ドル)	-189	-206	-226	-225	-291	-259	-219	-212	-207	-202	-199	-196	-620	-846	-982	-803
FFレート(%)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	1.75	3.25	4.00	4.00	4.00	3.75	3.50	0.25	0.25	4.00	3.50
2年債利回り(%)	0.13	0.17	0.23	0.53	1.44	2.72	3.32	3.80	3.95	3.82	3.78	3.72	0.40	0.27	2.82	3.82
10年債利回り(%)	1.32	1.59	1.32	1.54	1.94	2.93	3.09	3.57	3.76	3.89	3.82	3.74	0.89	1.44	2.88	3.80

(注1) 網掛けは予想値。2022年9月19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 心身ともに寒さが凍みる

## 財政の大盤振る舞いが残す禍根

近藤 智也

### [要約]

- ロシアのウクライナ侵攻の長期化に伴って、2023 年にかけて欧州の景気に対する見方は一段と慎重になっている。高インフレや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。金利上昇も加わり、企業の景況感（特に先行き）や消費者マインドの悪化傾向に歯止めが掛からず、積極的な投資や消費は想定しづらい。9月にECBが示した景気見通し、すなわち2022年後半から2023年1-3月期までほぼゼロ成長が、現時点でのベストシナリオかもしれない。
- 景気に配慮しながら、EUは、これまでエネルギーの脱ロシアを強く推進してきたが、西側のロシアへの経済制裁強化とそれに対するロシアの報復が相まって、エネルギー供給不安やガス価格の高騰に直面している。また、新たに誕生するイタリアの新政権が、ドラギ前政権と同様にEUとの協調路線を継続するか、注目される。
- 本格的な冬と寒さを前に、各国政府はそれぞれの事情に応じて、家計や企業向けの支援策に力を入れている。政府の関与（肩代わり）が強ければインフレ率は短期的に抑制されるかもしれないが、当然ながら財政負担は大きくなる。財政的に余裕のある国は国民負担を軽減でき、世論の反発を回避することが可能になるだろう。だが、英国のように、世論の歓心を得るために大盤振る舞いになれば、インフレ率鈍化は進まず、財政赤字の膨張は過度な金利上昇を招く恐れがある。

## ユーロ圏経済

### 4-6 月期の GDP 成長率実績は上方修正されたが、2023 年見通しの下方修正が続く

ユーロ圏の 2022 年 4-6 月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.8%（年率換算+3.1%）と上方修正され、2021 年 10-12 月期の同+0.5%、2022 年 1-3 月期の同+0.7%から緩やかに加速した。最大の経済大国であるドイツが同▲0.0%のほぼゼロ成長から同+0.1%に、イタリアは同+1.0%から同+1.1%にそれぞれ上方修正された。ドイツ経済の場合、高インフレとエネルギー危機にもかかわらず、家計と政府の最終消費支出が成長を牽引した。耐久財消費、特に自動車関連は引き続きサプライチェーン問題がネックで不振のままだが、行動制限がほぼ解除されたことで、家計は積極的に旅行を再開し、宿泊やレストラン、交通サービスの支出が大幅に増加した。対照的に、固定資本形成では、機械投資等は増加したものの、建設資材の高騰やサプライチェーン問題、熟練労働者不足を背景にした建設投資の大幅減が足を引っ張った。

ユーロ圏全体の GDP 需要項目別内訳を見ると、家計最終消費支出が 3 四半期ぶりに増加し、政府最終支出も 5 四半期連続のプラスとなった。各国政府はエネルギーや食料品価格の高騰に対処するために、産業界や家計に向けて補助金の支給や一時的な減税措置（ガソリン税の引き下げ等）を実施しており、その効果が部分的に反映されたとみられる。また、企業の設備投資等の総固定資本形成は、機械投資や知的財産が牽引する形で同+0.9%と 2 四半期ぶりに増加し、在庫変動はほぼニュートラルだった（前期比寄与度▲0.03%pt）。一方、外需は、輸出が前期比+1.3%と 8 四半期連続のプラス成長となったものの、輸入が同+1.8%と輸出を上回る伸びとなったことから、外需の前期比寄与度は▲0.17%pt と 2 四半期ぶりに成長を押し下げた。

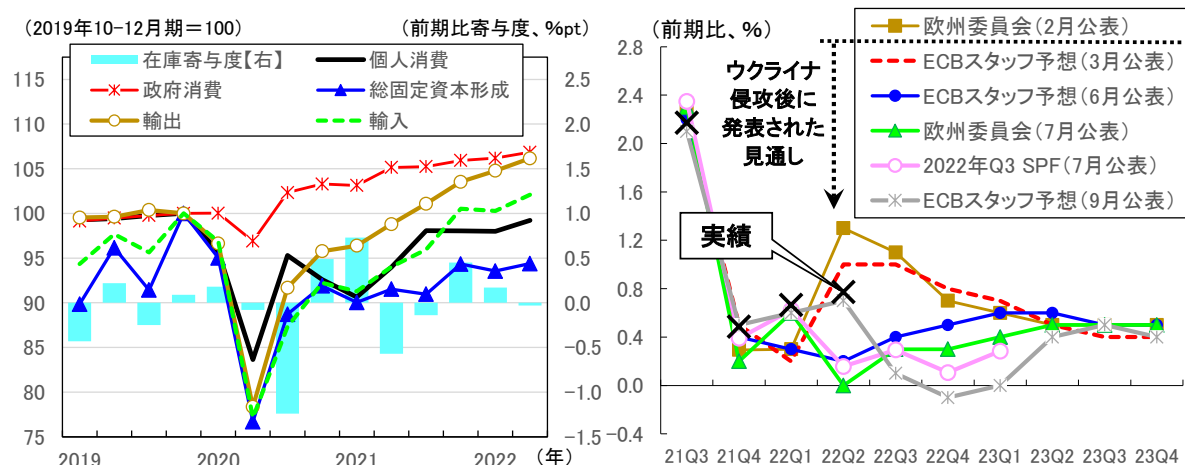
ユーロ圏各国の成長率を見ると、オランダが前期比+2.6%と最も高い伸びを示し、アイルランド（同+1.8%）、オーストリア（同+1.5%）と高成長が続く。主要国ではスペイン（同+1.1%）やイタリア、フランス（同+0.5%）が 1-3 月期の低成長からは加速した。一方、エストニア（同▲1.3%）、ラトビア（同▲1.0%）、リトアニア（同▲0.5%）のバルト三国がマイナス成長に陥った。いずれも、4-6 月期のインフレ率が前年比で 2 割近くとユーロ圏の中でも突出して高く、高インフレがマイナスに影響しているとみられる。

ロシアによるウクライナ侵攻の長期化（約 7 ヶ月が経過）に伴って、2023 年の欧州経済の見通しは引き続き下方修正されている。9 月、ECB は、ユーロ圏の 2022 年の成長率を+3.1%と 6 月時点から 0.3%pt 引き上げる一方、2023 年は 1.2%pt 下方修正の+0.9%に鈍化するという見通しを示した。四半期ごとに見ると、2022 年 7-9 月期から 2023 年 1-3 月期までほぼゼロ成長と低迷した後、同年 4-6 月期から 2024 年にかけては前期比+0.4~+0.5%と緩やかに成長する。つまり、2 四半期連続のマイナス成長、いわゆる景気後退入りは回避するという見立てである。

この標準シナリオに対して、ECB は、2023 年には▲0.9%と大きく落ち込むダウンサイドシナリオを示した。具体的には、ロシア産の石油の海上輸送だけでなく、ガス供給が完全にストップすることを前提として、代替エネルギーの調達はままならず、厳しい冬を想定する。ウクライナ侵攻と、それに付随する厳しい経済制裁は長期化し、持続的な地政学的緊張が続くと見込む。この結果、エネルギー不足がもたらす生産への打撃、商品価格の高騰、貿易の減少、そして不確実

性の高まりが金融セクターの混乱（株式・債券市場の大幅な価格調整、資金調達環境の悪化）をもたらす等、様々な事態が表面化しよう。ロシアは事実上の報復措置として欧州各国へのガス供給量を段階的に削減しており、EUは、冬を前にしてロシア産ガスが完全に遮断されるリスクがこれまで以上に現実的になっていると警戒している。

図表1 ユーロ圏実質 GDP の需要項目（左）、専門家等によるユーロ圏の景気見通し（右）



#### 7-9 月期を通じて、企業景況感・消費者マインドが悪化している

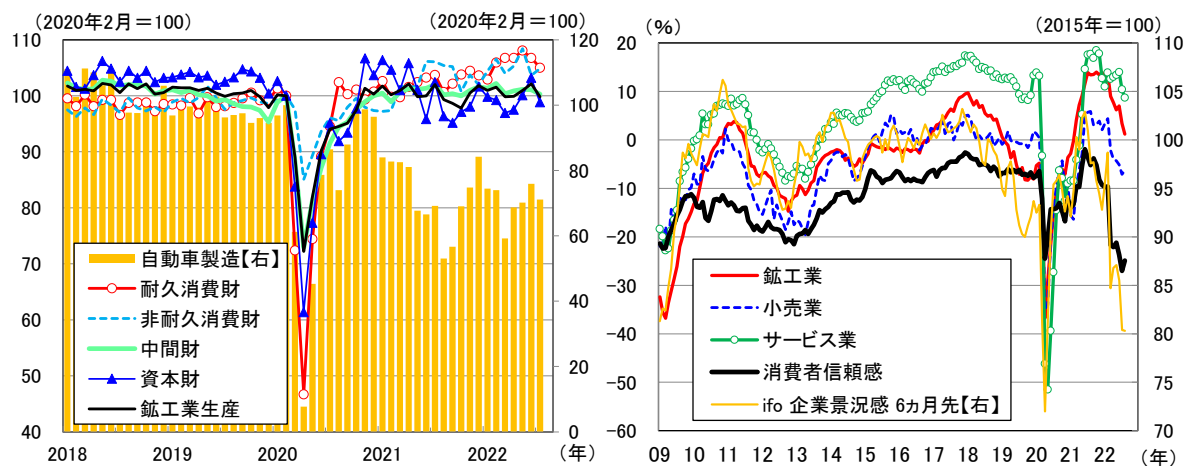
7月のユーロ圏の鉱工業生産（建設除く）は前月比▲2.3%と市場予想を上回るマイナスとなり、4ヵ月ぶりに減少した。内訳を見ると、資本財が同▲4.2%、耐久消費財（同▲1.6%）、中間財（同▲0.8%）と揃って減少したことが全体を押し下げ、非耐久消費財（同+1.2%）やエネルギー（同+0.4%）ではカバーできなかった。自動車関連は、6月に漸くウクライナ侵攻前の水準を回復したが、それも束の間、7月には同▲6.3%と再び落ち込み、コロナ禍前（2020年2月）の水準を3割近くも下回ったままだ。国別に見ると、アイルランドが同▲18.9%と大幅減になった他、エストニア（同▲7.4%）やオーストリア（同+▲3.2%）、フィンランド（同+▲2.5%）等が足を引っ張った他、主要国では、フランスやイタリア、ドイツが揃ってマイナスとなり、イタリアのみが同+0.4%と3ヵ月ぶりに増加した。

8月のユーロ圏の景況感指数（総合、欧州委員会発表）は97.6と6ヵ月連続で低下し、2021年2月に並ぶ低水準にとどまった。小売業や建設業、そして7月に統計開始以来最低を更新した消費者マインドが前月水準よりも改善し下げ止まったものの、ウェイトの大きい鉱工業とサービス業の景況感悪化が全体の方向感を決めた。引き続き、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。

主要国の中で鉱工業の悪化幅が大きかったのがドイツとフランスであり、ifo 経済研究所が発表した8月のドイツ企業の景況感指数は3ヵ月連続で低下し、20年6月以来の低水準に落ち込んだ。先行き（半年先）・現状とも前月からほぼ横ばいだが、ビジネス環境の現状認識の水準自体が底堅い一方、先行きの期待はコロナ禍以来の低さである。また、卸売の弱さが顕著で、高イ

ンフレがビジネスの足を引っ張っているが、コスト増のために値上げせざるを得ないというジレンマに直面する。ifo 経済研究所は“企業における不確実性は依然として高く、ドイツ経済は7-9月期に縮小すると予想される”と指摘する。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

#### ガスの貯蔵率は目標を上回り、今冬に備える ～ むしろ厳しいのは 2023 年冬？

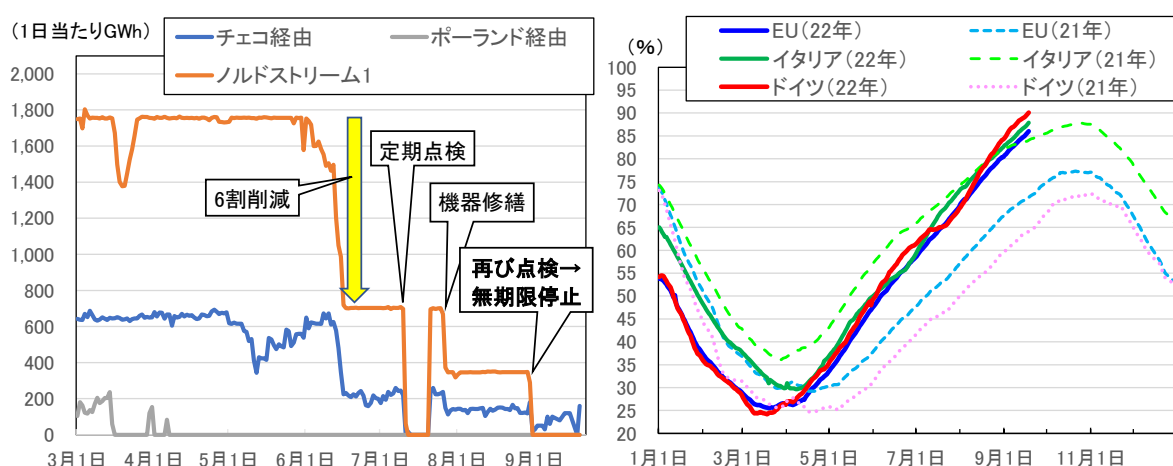
引き続き、EU は、供給制約のもとで生産活動や国民生活への打撃を回避すべく、対応に追われている。ドイツをはじめとする EU 各国は、冬に備えてガスの貯蔵率を引き上げることに努めており、9月18日現在の EU の貯蔵率は 86.0%となっている。また、より高い目標を設定しているドイツの貯蔵率は9月初めには 85%に達し、約1ヵ月前倒しで2つ目の目標をクリアし、9月18日現在で 90%まで高めている。ドイツのシュルツ首相は、仮にロシアからの供給がストップしても 2022 年の冬は乗り切れると自信を見せている。

このように、EU 全体の貯蔵率は順調に高まってきたが、中には、貯蔵率が頭打ち、あるいは低下に転じている国も見られる。冬の到来（気温の低下）とともに、暖房用のガス使用量が増える需要期に入ることから、EU 全体の貯蔵率が頭打ちになる可能性にも留意しておく必要があるだろう。冬の寒さ次第では蓄えたガスのほとんどを使ってしまい、2023 年春時点の貯蔵率は 2022 年よりも低くなっている可能性もあろう。2023 年は、ロシアからの調達に期待できない中では貯蔵に不透明な要素が多く、むしろ 2023 年冬の方が厳しいかもしれない。また、いくつかの国では、総じて貯蔵容量が小さく既に貯蔵率が 100%近くに達しており、新たな貯蔵施設を増やさない限り、EU のガス貯蔵アップへの貢献は期待できない。

EU の必死の努力に対して、ロシア（ガスパロム）は、パイプラインの設備点検等様々な理由をつけて、6月以降、しばしばガスの供給を期間限定で絞ってきた。そして、ガスパロムは、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したが、点検の結果、補修が必要になったとして停止期間を延長した。さらに、ロシアのプーチン大統領が西側の経済制裁解除を条件に持ち出す等、供給再開の目途は立っていない。

プーチン大統領の強硬路線の背景には、9月初めに、G7がロシア産原油・石油製品への実質的な上限価格の設定で合意したことが挙げられる。言わば兵糧攻めを狙う西側の動きに対して、反発したロシアは、石油やガスの上限価格設定に同調した国にはエネルギーを販売しないと警告したのである。EUは、G7で合意した石油に続いて、ロシア産ガスにも上限価格を導入しようと目論んだが、価格高騰への対策として積極的に導入を支持する国がある一方、ロシアのガス供給停止の脅しを危惧する国からは異論が出る等、意見がまとまっていない。そもそも、世界的な超過需要の状況下で、一部の需要国が一方的に価格を引き下げようとする試みがうまくいくとは考えにくく（供給国が販売先を選択できる状況では、より高い価格で購入してくれる国に売るのが自然であろう）、どこまで実効性のあるプランになるか、議論の行方が注目される。

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。

(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

### 大幅に加速する欧州のインフレ率 ~ ECBの想定を上回る

8月のユーロ圏のCPI (HICP) は前年比+9.1%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、寄与度そのものは年央に比べてやや縮小している。代わって、加工食品、アルコール・たばこ、そして賃金動向に影響を及ぼすサービス価格の寄与度が拡大した。国別に見ると、エストニアの同+25.2%を筆頭にラトビア (同+21.4%)、リトアニア (同+21.1%)、オランダ (同+13.7%) 等のインフレ率が高く、フランス (同+6.6%) やマルタ (同+7.0%)、フィンランド (同+7.9%) 等は低く、両グループの乖離した状況が続いている。

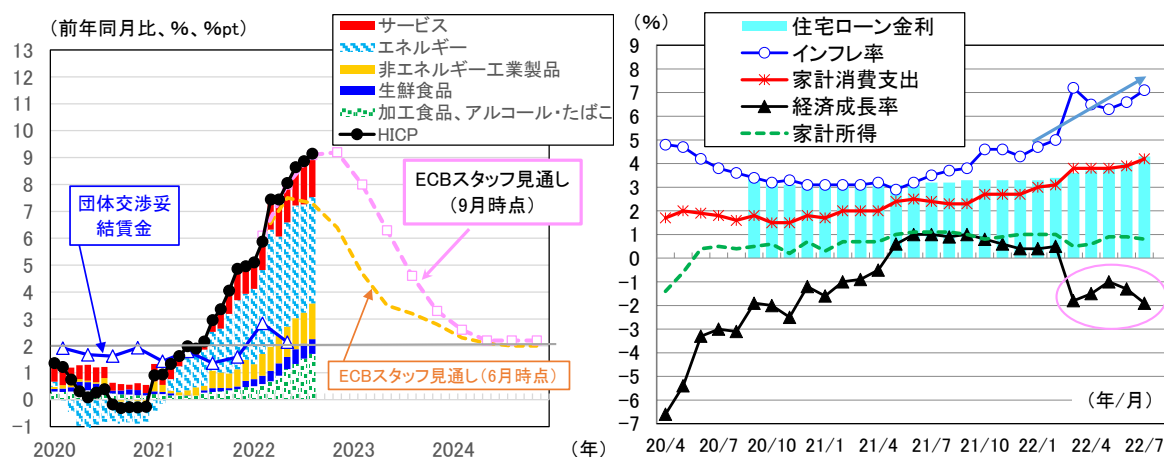
9月に発表されたECBスタッフのインフレ見通しによると、2022年10-12月期の前年比+9.2%がピークで、2023年に入れば鈍化していくと予想される一方、ピークアウトからインフレ目標+2%に至るまでに要する期間は6~7四半期と、インフレ率が上振れした分だけ、従来よりも時間がかかる見方になっている。もっとも、3ヵ月ごとに改訂されるECBのインフレ見通しが、必ずしも先行きの物価上昇率を正確に予想できているわけではない。特に、2021年以降はインフレ実績が見通しを上回るケースがほとんどであり、インフレ率のピークアウトするタイミングも後ずれしてきた。



一方、ECBの消費者を対象にした調査 Consumer Expectations Survey (CES)<sup>1</sup>によると、消費者は今後12ヵ月でインフレ率が一段と高まると予想している。消費支出もさらに増加すると見込まれているが、インフレ率ほどは高まらないために実質ベースでは目減りする格好だ。また、名目所得は伸び悩み、金利上昇を受けて住宅ローン金利の先高観が強まる等、消費者を取り巻く環境は厳しくなっている。また、今後12ヵ月間の経済成長率の予想は平均で▲1.9%と6月時点(▲1.3%)から下方修正されて、ウクライナ侵攻直後の3月時点(▲1.8%)よりも悲観的な見方になっている。失業率が上昇に転じると見込まれる一方、2020-21年と高まってきた住宅価格の予想上昇率は、ここ3ヵ月間で頭打ち状態になっている。

国別の予想経済成長率の変化に注目すると、フランスやベルギーはウクライナ侵攻前(2022年2月)からマイナス成長を予想する厳しい見方をしており、侵攻前と直近7月を比べると、イタリアの下方修正幅が大きく、この1ヵ月間の変化ではドイツとスペインの消費者が急速に悲観的になっている。消費者の心理を悪化させている一因が、エネルギーや食料品等の価格高騰に裏付けられたインフレ期待の高まりと考えられるが、所得階層ごとに見ると、低所得者層(下位20%)ほど、過去1年間で実感した、及び今後1年間で予想されるインフレ率が高く、所得が増えるに従ってこれらが下がっていく<sup>2</sup>。生活必需品の支出割合の高い低所得者層ほど、価格高騰の影響を受けているといえよう。

図表4 ユーロ圏のインフレ率の要因分解とECBの見通し(左)、消費者の見方(右)



(注) 右図: ECB調査で、今後12ヵ月の伸び率や水準を示す。

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

## 7月に続いて、過去にない利上げ幅に踏み切ったECB

ECBは、7月の金融政策理事会で11年ぶりの利上げに踏み切り、約8年ぶりにマイナス金利を脱したが、ECBの想定を超えたインフレ率の高まりを受けて、続く9月の理事会では75bpというECBとしては異例の大幅利上げを全会一致で決定した。今後も高インフレ状況が続くと予

<sup>1</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。

<sup>2</sup> なお、最も所得の高い層(上位20%)とそれに次ぐ階層(同21~40%)では、4月以降の予想インフレ率が逆転している。

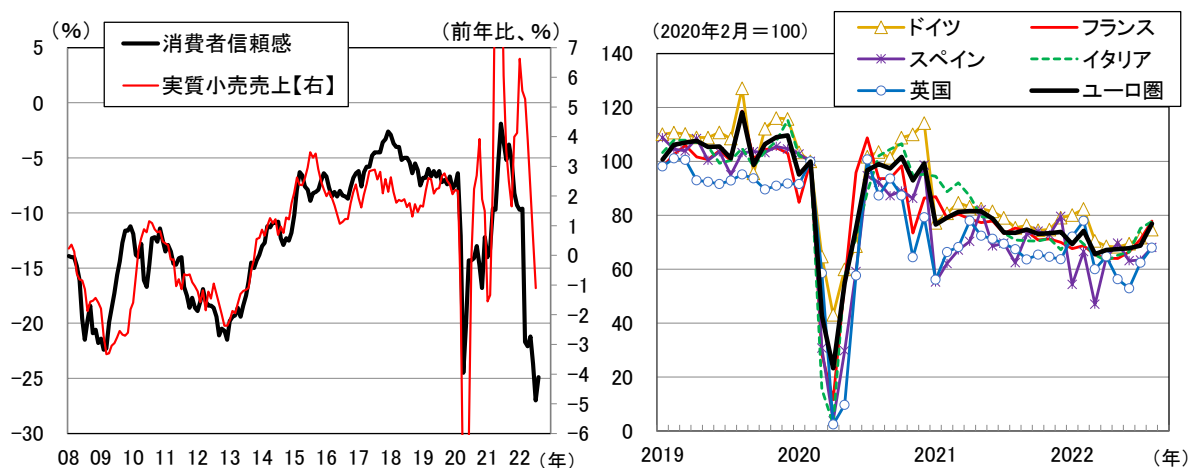
想され、しかも、これまで ECB の思惑通りにはインフレ率が推移してこなかった現実を踏まえると、2022年10-12月期から2023年1-3月期にかけて利上げが継続される、という市場の見方は穏当であろう。実際、ECBは、9月の声明文の中で今後数回（several）の理事会で利上げを継続するという方針を示し、ラガルド総裁自身も記者会見で、“数回”とは、9月分を含めて2回以上5回未満のことだろうと言及した。年末にかけてユーロ圏の景気減速が視野に入らる中で、ECBはインフレ対応と成長維持の両立という困難な課題に取り組まなければならないが、7月と9月の大幅利上げ、及び今後数回利上げを行うとの明確な予告を踏まえると、ECBは高インフレへの対応をより優先する方針に至ったと考えられる。

### 成長の行方を左右する個人消費の現状

7月のユーロ圏の実質小売売上は前月比+0.3%と2ヵ月ぶりに増加に転じたが、6月の落ち込み（同▲1.0%）を埋めるほどの勢いはない。3月以降、増減を繰り返しているが、総じて減少率が大きく、低下トレンドにある。食品・飲料は4ヵ月ぶりに前月水準を上回ったが、非食品（自動車燃料を除く）が2ヵ月連続で減少して足を引っ張った。通販・インターネットを通じたオンライン売上は同+4.2%と回復した。国別では、ドイツ、オランダ、ルクセンブルクはいずれも1%を上回る伸びとなる一方、オーストリアやフィンランド、スペインは逆に1%以上の減少と対照的な結果である。主要国の中では、スペインが3ヵ月連続減、フランスが2ヵ月連続減と弱さが見られる。消費者マインドが悪化傾向にあることから、この先の消費動向は抑制されたものとなる。

8月のユーロ圏の新車登録台数（季節調整はECBによる）は前月比+11.9%と大幅に増加し、2021年6月以来の高水準となり、半導体部品等のボトルネックの問題が徐々に緩和されていることを示唆する。主要国では、フランスが同+9.5%、スペインが同+7.3%と大幅に増えた他、ドイツやイタリアも継続して増加している。また、オーストリアやポルトガルも2桁を超える伸びとなる等、ユーロ圏各国は総じて堅調である。もっとも、依然としてコロナ禍前（2020年2月）を2割ほど下回っており、回復は道半ばといったところだろう。

図表5 実質小売売上【除く自動車】と消費者マインド（左）、欧州各国の新車登録台数（右）



(注) 左図：小売売上は3ヵ月移動平均で計算。

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

## 各国が力を入れる家計・企業向けの支援策 ～ 消費者マインドの悪化に歯止めを掛けたい

国ごとの消費者マインドを見ると、いずれの国も消費者マインドは悪化しているが、ドイツの消費者マインドは、リーマン・ショックや債務危機、コロナ禍等と比べても直近のマイナス幅が大きい。過去の危機では、ドイツ自身が最も打撃を被った当事者ではなかったが、今回のウクライナ侵攻に端を発するエネルギー危機は深刻に受け止めているとみられる。お金である程度カバーできる価格高騰だけでなく、如何ともし難い供給不安がマイナスに効いているようだ。

欧州各国政府は、家計の負担増を緩和するために燃料税の引き下げや支援金給付等、様々な追加対策を導入しようとしている。政府の関与（肩代わり）が強ければインフレ率は抑制されるが、当然ながら財政負担は大きくなる。財政的に余裕のある国は国民負担を軽減でき、世論の反発を回避することが可能になるだろう。例えば、ドイツ政府は、9月に入って一時金支給や児童・住宅手当の拡大、電気料金割引等を盛り込んだ家計向けの大規模支援策（650億ユーロ）を発表し、財源にはエネルギー企業の超過利潤への課税を想定している。この他にも、ガスや電力料金にかかる付加価値税（VAT）の軽減、貧困層対策、電力料金の上限設定・ガス料金凍結等、各国の事情に応じて様々な内容の対策が打ち出されている。

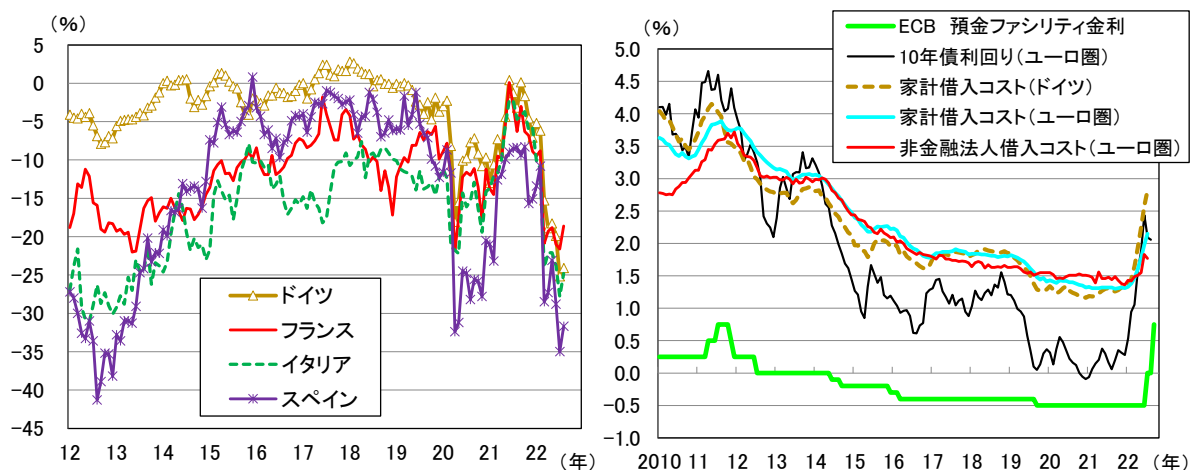
また、9月に就任した英国のトラス新首相は、大幅な増加が想定されていた家計のエネルギー料金を大幅に抑制する支援策を打ち出した。ただ、EUが価格高騰の恩恵を受けているエネルギー事業者の超過利潤の一部を徴収して、打撃を被る家計・中小企業への再分配や、未来への投資に充てる方針を示しているのに対して、トラス首相は、追加の企業課税には慎重で、財政赤字が一段と膨らむ可能性が指摘されている。

このように、金融当局が金融引き締めによってインフレ率鈍化を目指している一方で、各国政府は、エネルギー危機に直面する家計や企業を支援するために大盤振る舞いを計画・実行して、景気維持を図っている。後者の財政出動が過大になればインフレ率鈍化は進まず、財政赤字の膨張は過度な金利上昇を招く恐れがあり、長短金利を微妙にコントロールしながら高インフレに対処する金融当局の努力は無駄になってしまう。それ故、ラガルド総裁は、金融政策の妨げにならないように、価格高騰の影響が相対的に大きい等、的を絞った支援策を各国政府に求めている。ただ、いくら手厚い支援を受けても、使用できるエネルギー量が限られるのであれば、人々の生活や企業活動は大きな制約を受けることは避けられない。企業景況感や消費者マインドの悪化が止まらず、欧州経済は、2023年にかけて景気後退に陥る可能性が懸念されている。

ユーロ圏では、2014年半ばからマイナス金利が導入され、コロナ禍の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に転じている。自ずと借入コストは増加しているが、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い。国別に見ると、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っている。一方、イタリアの上昇幅がユーロ圏全体をやや上回り、ドイツはイタリア以上に上昇幅が大きく、2022年以降の金利上昇の影響を強く受けている。

今後も、高インフレを背景に ECB の引き締めスタンスは継続され、長短金利も上昇していくとみられる。借入コストの高まりが、家計や企業の投資行動にどう影響を与えるか注視していく必要があるだろう。特に、長期間にわたって低金利環境に安住していた住宅市場は、金利上昇幅が大きい国ほど（借入コストの増加幅が大きい国ほど）、大きな打撃を受けるだろう。さらに、住宅需要の落ち込みは、住宅価格の調整だけでなく、家計が耐久消費財、例えば家具や家電、新車の購入を控える等、広範囲に波及すると考えられる。

図表 6 ユーロ圏各国の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、ECB、Haver Analytics 資料より大和総研作成

### イタリアは第二のハンガリーになるか？

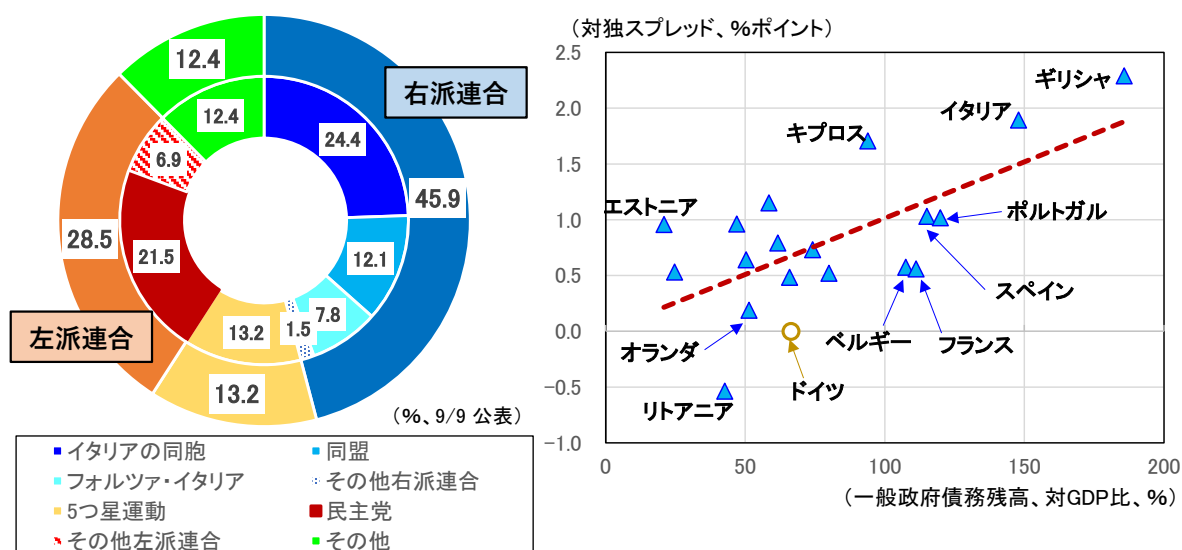
イタリアでは、9月25日に議会選挙が実施されて、ドラギ政権の後を継ぐ新政権が誕生する予定である。選挙実施が決まってからの2ヵ月間、世論調査では、イタリアの同胞を中心とした右派連合が5割弱の支持を集めて終始リードを保ってきたことから、右派政権が誕生する可能性が高い。ドラギ首相に対する国民の支持率が高かった点を踏まえると、当面は前政権の基本的な政策を継承しつつ、徐々に新政権の特徴を出していくとみられる。

焦点は、新政権がどうEUと付き合い方であり、公約に掲げられているEUとの協調路線がどのような形で実行されるか注目される。イタリアはパンデミックからの復興基金の分配が手厚く、ドラギ政権が欧州委員会に示して承認を得ている基金利用計画の履行が求められる。そのために必要な構造改革の実施以外にも、高インフレへの対応、ウクライナを巡るロシアとの距離感等、難題が山積している。EU第3位の経済規模を持つイタリアとEUの関係がぎくしゃくすれば、その影響はしばしばEUの和を乱すハンガリーの比ではない。政治の混乱はイタリアの長期金利上昇（対独スプレッドの拡大）を招き、市場分断化リスクを高めるだろう。

9月18日、欧州委員会は、法の支配が侵害されるリスクを理由に、ハンガリーへの75億ユーロの補助金交付を一時停止することを勧告した。75億ユーロはハンガリーの名目GDP(2021年)の約5%に相当し決して小さい額ではない。ハンガリーは、2022年7月までHICPベースのガス料金の上昇率を前年比1%程度に抑制してきたが（EU全体では約5割増）、8月分から同+114%とガス料金は2倍以上に膨らんでおり、対策のために少しでも財源を確保したいところだ。



図表7 イタリアの世論調査【政党支持率】(左)、対独スプレッドと政府債務残高の関係(右)



(注) 左図：9月9日公表。右図：スプレッドは10年国債利回りの差(2022年1月～8月平均)。一般政府債務残高は2022年(欧州委員会見通し)。

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

## 英国経済

### 欧州が抱える様々な問題が凝縮した形で顕在化している

英国の7月の月次GDPは前月比+0.2%と2ヵ月ぶりに増加した。6月は「プラチナ・ジュブリー」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、月次GDPが同▲0.6%と落ち込んだが、7月はそのマイナスを相殺するほどの力強さはなかった。また、8月の実質小売売上は同▲1.6%と市場予想を大幅に上回る減少率となった。名目ベースでも小売売上は減少しており、電気・ガス料金の大幅な値上げが予想される中で、人々が支出に慎重になったとみられる。さらに、9月は、エリザベス2世の崩御に伴う服喪期間(自粛ムード)に加えて、国葬が行われた19日がバンクホリデーとなったことから、個人消費を中心に経済活動が抑制される可能性がある。

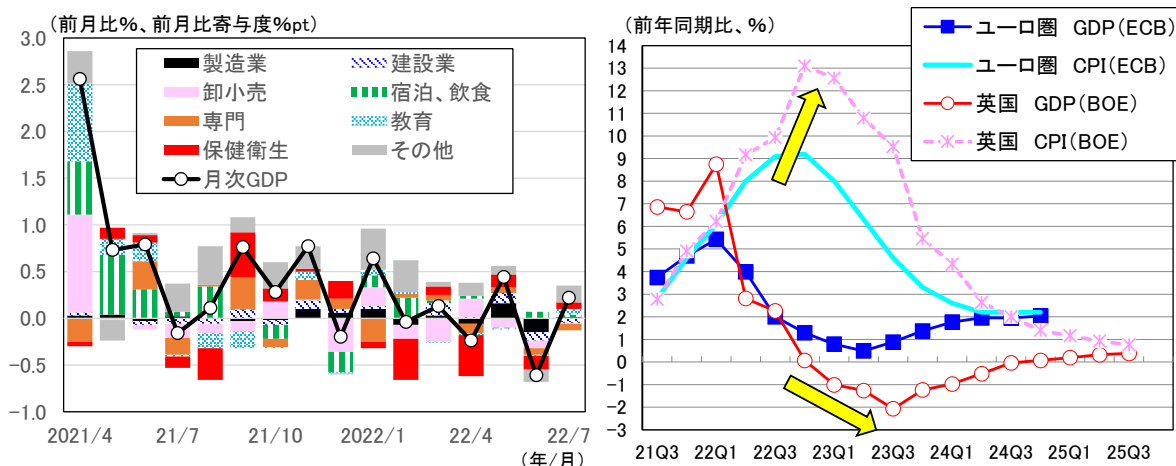
EUが直面している様々な問題が先鋭化して顕在化しているのが英国経済の現状であろう。BOEはECBに先んじて2021年12月から金融引き締めへ転じ、2022年央まで小刻みな利上げを続けてきた。しかも9月からは、コロナ禍前からの量的緩和策で膨張したバランスシートを資産売却もしながら積極的に縮小する方針を示している<sup>3</sup>(9月15日に公表される予定だった金融政策委員会はエリザベス2世の崩御を理由に9月22日に延期された)。そのように先進的なBOEが8月に示した英国のインフレ見通しはユーロ圏よりも高いインフレ率であり、2023年にかけての英国の景気見通しはユーロ圏よりも低い経済成長率である<sup>4</sup>。つまり、2桁を超えるインフレ率と約1年半に及ぶマイナス成長が同居する、スタグフレーションの可能性を示唆している。

<sup>3</sup> 既に償還分の再投資は2月に停止し、バランスシートが償還分だけ減る形だったが、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。

<sup>4</sup> 英国経済は、2022年10-12月期から7四半期連続のマイナス成長になると見込まれ、2023年は前年比▲1.4%、2024年も同▲0.4%と2年連続のマイナス成長が予想されている。



図表8 英国の月次 GDP の推移（左）、スタグフレーションに直面する英国（右）



(注) 右図：2022Q3以降は、BOE（2022年8月時点）、ECB（2022年9月時点）の見通し。

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

### ジョンソン前政権の負の遺産を引き継ぐトラス政権 ～ 困難なタイミングで火中の栗を拾う

2 ヶ月近くに及ぶ保守党内の長い選挙戦を勝ち抜いたトラス首相は、2024年に予定されている総選挙までの今後2年間で成果を出すとアピールしているが、国民が十分に満足する結果を残さないと、総選挙では苦戦が必至だ。実際、世論調査を見ると、保守党の支持率は2021年以降低下傾向にあり、特に2021年末にパーティーゲート問題<sup>5</sup>が表面化してからは、野党第一党の労働党を下回る状態が続いている。保守党内の争いとはいえ、党首選は国民へのアピールの場になるはずだったが、党内争いをしてきた2ヵ月間で両党の差はむしろ拡大し、9月初めには15%ptと2022年に入って最大に広がった。

国民の厳しい目に対して、トラス首相は就任早々に、消費者が負担する光熱費を2年間抑制するプランを打ち出した。具体的には、10月に年間で約3,500ポンドと約8割の値上げが予定されていた光熱費を2,500ポンドにとどめるという計画であり、既に発表済みの別の補助金(400ポンドの一時金)と組み合わせると、値上げ幅は1割以下になる。当然ながら、そのインパクトは大きい。光熱費の上昇率が小さくなることでインフレ率は最大で5%ptほど押し下げられると政府は推計しており、10-12月期に前年比13%超のインフレ率が見込まれていたBOEのインフレ見通しは引き下げられることになろう。さらに、トラス首相は、4月に実施された国民保険料の1.25%引き上げ撤回の他、光熱費に上乘せされるグリーン課税の一時停止、2023年4月に予定されている法人税率の引き上げ(19%から25%へ)の撤回、企業向けのエネルギー支援策など、公約に掲げた政策の実現も打ち出している。だが、家計や企業の負担が軽くなる一方で、(現時点では、エネルギー企業等への追加増税等の財源はなく)、その分政府が肩代わりする形で政府債務は膨張すると予想される。また、英国の長期金利は3%台と約11年ぶりの高水準まで上昇している(2021年末の3倍超の水準)。

<sup>5</sup> 2020年からのコロナ禍において政府は国民に厳しい行動制限を課したが、そのロックダウン期間中に、ジョンソン首相をはじめとする政府高官らが自ら定めたルールを破ってパーティーに興じる等の不祥事が次々に明らかになり、国民から強い批判を浴びた。

図表9 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%	8.2%	9.0%	2.0%	2.7%	3.1%	-0.7%	-1.1%	0.4%	1.6%	1.8%	1.8%	5.2%	3.0%	0.6%
家計消費支出	-8.2%	15.6%	18.6%	-0.2%	-0.2%	5.1%	0.8%	0.3%	0.8%	1.8%	1.9%	2.1%	3.7%	4.1%	1.4%
政府消費支出	-0.6%	8.0%	0.4%	2.7%	0.9%	2.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.6%	4.2%	1.8%	0.5%
総固定資本形成	-7.8%	6.7%	-2.4%	15.7%	-3.3%	3.7%	1.0%	-1.0%	1.7%	2.3%	2.6%	2.6%	4.1%	2.7%	1.5%
輸出等	2.5%	10.5%	9.6%	10.1%	4.8%	5.4%	2.5%	2.0%	2.9%	3.2%	3.9%	3.4%	10.3%	6.3%	3.1%
輸入等	-4.0%	12.5%	8.5%	20.4%	-0.9%	7.4%	3.6%	3.2%	4.1%	3.2%	3.9%	3.7%	8.0%	7.2%	3.9%
前年同期比（除く失業率）															
国内総生産	-0.8%	14.4%	3.7%	4.6%	5.4%	4.1%	1.7%	1.0%	0.4%	0.0%	0.7%	1.4%	5.2%	3.0%	0.6%
家計消費支出	-5.3%	12.3%	2.9%	5.9%	8.1%	5.6%	1.4%	1.5%	1.7%	0.9%	1.2%	1.6%	3.7%	4.1%	1.4%
政府消費支出	3.1%	8.5%	2.8%	2.6%	3.0%	1.6%	1.6%	1.1%	0.9%	0.4%	0.4%	0.4%	4.2%	1.8%	0.5%
総固定資本形成	-5.2%	19.3%	2.5%	2.7%	3.9%	3.1%	4.0%	0.1%	1.3%	1.0%	1.4%	2.3%	4.1%	2.7%	1.5%
輸出等	-0.3%	26.1%	10.3%	8.1%	8.7%	7.4%	5.7%	3.7%	3.2%	2.7%	3.0%	3.4%	10.3%	6.3%	3.1%
輸入等	-5.8%	21.9%	9.9%	9.0%	9.9%	8.6%	7.4%	3.3%	4.6%	3.5%	3.6%	3.7%	8.0%	7.2%	3.9%
鉱工業生産（除く建設）	4.7%	23.5%	5.8%	0.4%	-0.2%	0.4%	1.1%	0.9%	0.0%	-0.2%	0.2%	0.9%	7.9%	0.5%	0.2%
実質小売売上高	2.4%	12.1%	2.5%	4.1%	5.3%	0.5%	0.7%	0.9%	1.7%	2.8%	2.5%	2.7%	5.1%	1.8%	2.4%
消費者物価	1.1%	1.8%	2.8%	4.6%	6.1%	8.0%	9.1%	9.3%	8.1%	6.6%	4.7%	3.1%	2.6%	8.2%	5.5%
生産者物価	2.1%	9.2%	14.0%	24.0%	33.1%	36.5%	40.8%	41.6%	36.0%	29.2%	19.1%	10.5%	12.3%	38.2%	22.8%
失業率	8.2%	8.1%	7.5%	7.1%	6.8%	6.7%	6.6%	6.7%	6.8%	6.9%	7.0%	7.0%	7.7%	6.7%	6.9%
10億ユーロ															
貿易収支	67.8	39.2	27.0	-17.2	-41.3	-94.2	-25.2	-27.8	-28.0	-21.0	-14.8	-11.9	116.8	-188.5	-75.8
経常収支	107.7	90.8	69.8	26.6	22.5	-7.0	30.1	29.7	29.5	32.5	35.9	38.4	294.8	75.4	136.3
財政収支	-202.2	-191.2	-121.6	-108.8	-75.1								-626.5	-497.3	-383.0
独 国債10年物（期中平均）	-0.42%	-0.22%	-0.37%	-0.24%	0.16%	1.09%	1.33%	1.93%	2.15%	2.20%	2.10%	2.03%	-0.31%	1.13%	2.12%
欧 政策金利（未値）	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.25%	2.25%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	0.00%	2.25%	2.50%

（注）網掛け部分は大和総研予想（2022年9月20日時点）。

（出所）Eurostat、ECB、大和総研

図表10 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%	-1.7%	-0.7%	-0.8%	1.0%	1.0%	1.3%	7.4%	3.2%	-0.2%
家計消費支出	-12.9%	38.6%	10.8%	2.1%	2.5%	-0.6%	0.4%	0.6%	1.0%	1.0%	1.1%	1.2%	6.2%	4.3%	0.7%
一般政府消費支出	4.2%	38.7%	-2.5%	6.0%	-5.2%	-11.3%	0.8%	1.4%	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%	2.0%	0.7%	1.5%	2.0%	2.0%	1.5%	5.9%	6.0%	1.6%
輸出等	-28.1%	31.9%	-15.5%	30.7%	-16.6%	9.9%	7.3%	3.2%	1.1%	1.5%	2.3%	2.9%	-1.3%	3.0%	3.1%
輸入等	-41.1%	21.1%	19.6%	1.3%	48.8%	-5.7%	1.9%	3.2%	3.2%	1.0%	2.2%	3.5%	3.8%	13.7%	1.9%
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%	1.5%	0.1%	-0.9%	-0.6%	0.1%	0.6%	7.4%	3.2%	-0.2%
家計消費支出	-9.0%	23.3%	5.8%	8.1%	12.6%	3.6%	1.1%	0.7%	0.3%	0.7%	0.9%	1.0%	6.2%	4.3%	0.7%
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%	1.3%	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%	6.0%	5.1%	1.6%	1.5%	1.5%	1.7%	5.9%	6.0%	1.6%
輸出等	-12.1%	6.2%	0.8%	1.2%	5.0%	0.3%	6.5%	0.4%	5.3%	3.3%	2.0%	1.9%	-1.3%	3.0%	3.1%
輸入等	-8.9%	22.6%	10.4%	-3.6%	21.5%	14.2%	9.7%	10.2%	0.6%	2.3%	2.4%	2.5%	3.8%	13.7%	1.9%
鉱工業生産	-1.3%	20.6%	3.3%	0.5%	2.1%	1.9%	1.3%	0.4%	-0.4%	-0.2%	0.4%	1.2%	5.1%	1.4%	0.2%
実質小売売上高	-1.0%	23.0%	0.7%	1.1%	6.3%	-5.9%	-3.5%	-0.4%	1.9%	3.1%	2.7%	2.3%	5.4%	-1.0%	2.5%
消費者物価	0.6%	2.1%	2.8%	4.9%	6.2%	9.2%	10.1%	9.2%	8.6%	5.7%	4.7%	3.8%	2.6%	8.7%	5.6%
生産者物価（出荷価格）	1.2%	4.2%	6.2%	9.2%	10.8%	15.5%	16.4%	14.2%	12.9%	7.7%	5.7%	4.9%	5.2%	14.3%	7.7%
失業率	4.9%	4.7%	4.3%	4.0%	3.7%	3.8%	3.7%	3.8%	3.9%	4.0%	4.2%	4.4%	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	-50.4	-51.4	-51.3	-51.4	-51.9	-156.1	-233.7	-206.0
経常収支	-12.4	-11.3	-28.9	-7.3	-51.7	-37.6	-31.7	-31.8	-31.9	-31.7	-31.9	-32.3	-60.0	-152.8	-127.8
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%	2.54%	3.30%	3.45%	3.55%	3.45%	3.30%	0.79%	2.33%	3.44%
政策金利（未値）	0.10%	0.10%	0.10%	0.25%	0.75%	1.25%	2.25%	3.00%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	0.25%	3.00%	3.50%

（注）網掛け部分は大和総研予想（2022年9月20日時点）。

（出所）ONS、イングランド銀行、大和総研

# 中国経済

## 党大会、経済重視への転換点となるか

8月の感染者増加は経済規模の小さい地方に集中、影響は限定的

齋藤 尚登

### [要約]

- 2022年8月の主要経済統計は概ね堅調であった。ゼロコロナ政策が堅持される中、8月の新型コロナウイルス感染症の新規感染者数は1日当たり平均1,736人と、6月の169人、7月の591人から増加傾向を強めた。それでも経済への悪影響が限定されたのは、感染者が急増した地域が経済規模の比較的小さいところに集中していたことが主因であると思われる。ただし、感染者の多い地域＝経済規模が小さい地方という構図が維持されるとは考えにくく、今後、景気が本格的に回復していく保証はない。
- 2023年の中国経済見通しは、新型コロナウイルス感染症の感染拡大抑制に成功するか否か、ゼロコロナ政策が緩和されるかどうかが鍵を握る。まず、ゼロコロナ政策は第20回共産党大会後に緩和される可能性がある。同政策への固執の背景のひとつには、感染抑制を、異例の3期目に突入する習近平総書記の手柄としたい考えがあるかもしれない。3選という目的が達成されれば、その次のステップとして、経済重視へと舵が切られる可能性がある。一方で、党大会直後に発表される指導体制が、習近平氏の1強体制の強化との結果となれば、習近平氏が一度始めた政策が誤りであったとしても、途中での軌道修正が難しくなる懸念がある。2023年の中国の実質GDP成長率は、楽観シナリオでは前年比6%台に乗せる可能性がある一方で、悲観シナリオでは同3%台にとどまる懸念がある。それを左右するのが「政治（習近平氏）」ということになる。

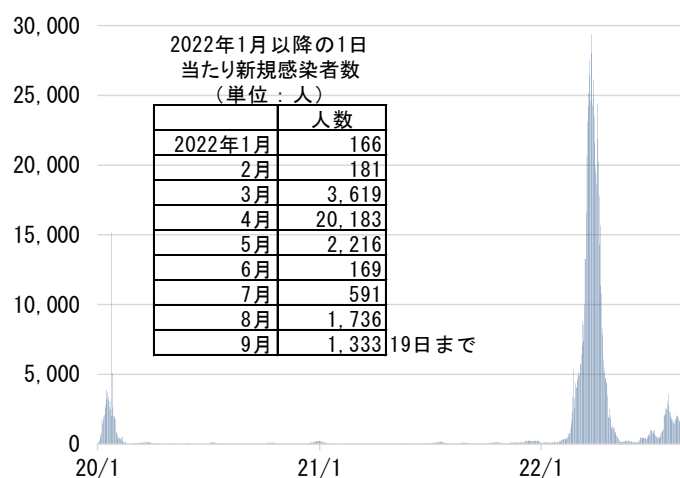
## 8月の新型コロナウイルス感染者の増加は経済規模の小さい地方に集中

8月の中国経済には、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かつてない落ち込みを見せる不動産市場、④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った。こうした中でも、8月の主要経済統計は概ね堅調であった。①について、中国による大規模軍事演習の目的はペロシ下院議長の台湾訪問に対する抗議と、台湾独立機運の高まりに対する最大限の威嚇である。中国経済への悪影響を避けるべく、米国や台湾に対する経済制裁などは行われなかった。②の電力不足は、猛暑と少雨によって、重慶市や四川省など西部地域の水力発電の発電量が減少したことが主因であり、影響は部分的で期間も限定された。同地域では、気温の低下と降雨により、8月30日以降、電力供給は正常化している。

上記④のゼロコロナ政策は堅持され、8月も様々な都市で移動・行動制限が実施された。また、8月の新型コロナウイルス感染症の新規感染者数は1日当たり平均1,736人と、6月の169人、7月の591人から増加傾向を強めた。それでも経済への悪影響が限定されたのは、感染者が急増した地域が経済規模の比較的小さいところに集中していたことが主因であると思われる。8月の人口100万人当たり新型コロナウイルス感染症新規感染者（期間合計）の上位は、チベット自治区（3,191人）、海南省（2,118人）、青海省（216人）、新疆ウイグル自治区（214人）であり、5位の天津市（27人）は桁が1つ小さくなる。上位4地方の2021年の経済規模は全体の2.4%にとどまる。ただし、感染者の多い地域＝経済規模が小さい地方という構図が維持されるとは考えにくく、今後、景気が本格的に回復していく保証はない。

一方で、上記③の不動産不況の元凶のひとつである工事中断問題については、改善に向けた動きは始まっているが、効果は限定的なものにとどまっている（章を改めて後述）。

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

## 工業生産

2022年8月の工業生産は前年同月比4.2%増（以下、変化率は前年比、前年同期比、前年同月比）となり、7月の3.8%増から加速した。分野別には石炭や石油・天然ガスなどの採掘業が5.3%増（7月は8.1%増）、製造業は3.1%増（同2.7%増）、電力・熱・ガス・水の生産と供給業が13.6%増（同9.5%増）であった。

8月の主要製品のうち、10%以上減少したのは集積回路、パソコン、金属切断加工機械、発電設備、セメントであった。中でも集積回路やパソコンのマイナス幅が7月より拡大したのは、一大集積地である重慶市や四川省の電力不足によって生産が減少したことが大きい。とはいえ、中国全体では8月の発電量は9.9%増と堅調であった。発電量の72.6%を占める火力発電が14.8%増となり、同じく14.9%を占める水力発電の減少（11.0%減）を補って余りある増加となった。

一方、生産が10%以上増加したのは自動車である。自動車生産は、車両購入税率（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、8月は39.0%増と伸び率を高めた。中でも電気自動車など新エネルギー車の生産は引き続き好調で、8月は倍増となっている。

## 小売売上

2022年8月の小売売上は5.4%増となり、7月の2.7%増から伸び率が高まった。接触型消費の典型である外食（レストラン収入）は8.4%増と、6カ月ぶりに増加に転じた。比較対象となる2021年8月が4.5%減であった反動に加え、経済規模の比較的大きい地方で新型コロナウイルス感染症の感染拡大が抑制され、経済活動が概ね正常であったことなどが、その背景にある。ただし、5年に一度の最重要会議である第20回共産党大会が10月16日に開幕することが正式に発表され、防疫体制がより厳格化することはほぼ確実視される。このため、党大会が終わる10月下旬までは接触型消費に逆風が吹く可能性が高い。

8月の自動車販売金額は15.9%増と、6月以降の好調が続き、小売売上の伸び率を1.1%pt押し上げた。

## 固定資産投資

2022年1月～8月の固定資産投資は5.8%増と、1月～7月の5.7%増からわずかとはいえ加速した。1月～8月の内訳は、製造業投資は10.0%増（1月～7月は9.9%増）、電気・水道・ガスを含むインフラ投資が10.4%増（同9.6%増）、不動産開発投資が7.4%減（同6.4%減）であった。

インフラ投資について、5月末に国務院（内閣）が発表した33項目の政策パッケージでは、3,000億元（約6兆円）の政策・開発金融ツール枠の設定と、政策銀行による8,000億元（約16



兆円)の貸出増加を、さらに8月24日の国务院常务会议では、3,000億元(約6兆円)以上の政策・開発金融ツール枠の追加と、5,000億元(約10兆円)の地方政府特別債券の追加発行を認めた。合計で1.9兆円(約38兆円)、GDP比1.7%分のインフラ投資のための新規の資金調達が可能になる計算であり、これが当面のインフラ投資の増加を支えよう。

減少幅が拡大した不動産開発投資については後述する。

## 貿易

2022年8月の輸出は7.1%増(以下、断りのない限り、貿易はドル建て)となり、7月の17.9%増から大きく減速した。輸出については、①中国西部の電力不足の影響、②台湾を取り囲む大規模軍事演習の実施により地政学リスクが高まり、一時的に中国からの輸入を控える動きがあったこと、③米国、欧州などの景気減速で需要の伸びが抑制されたこと、などが、減速の背景として考えられる。①と②の影響は長期化しないと目され、中期的に注視すべきは需要先の景気動向であろう。一方で、輸入は中国内需の伸び悩みを反映して、0.3%増(7月は2.2%増)と低空飛行が続いた。輸出の伸びは相対的に高く、8月の貿易黒字は34.1%増の794億ドルであった。

### 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	8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	4.2		
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	5.8		
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	▲7.4		
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	10.0		
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	10.4		
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	5.4		
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	8.4		
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	3.5	16.3	17.4	17.9	7.1		
輸入	9.1	17.1	11.0	13.0	19.1	12.9	14.1	15.1	12.2	17.2	13.5	16.7	0.6	0.1	3.9	0.8	2.2	0.3		

(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

## 不動産不況と工事再開に向けた動き

2022年8月の住宅新規着工面積は47.2%減となり、7月の45.1%減からマイナス幅を一段と広げた。8月の住宅販売金額は20.8%減と、4月の48.6%減をボトムに改善傾向にあるとはいえ、大幅なマイナスに沈んだままである。

中国政府は2022年1月、住宅市場に対する姿勢を引き締めから緩和へと180度転換した。住宅ローン金利の参照レートであるLPR5年物金利を1月、5月、8月と3度にわたり引き下げたほか、頭金の割合を引き下げ、当該都市の戸籍がなくても住宅購入を可能にするなど購入制限

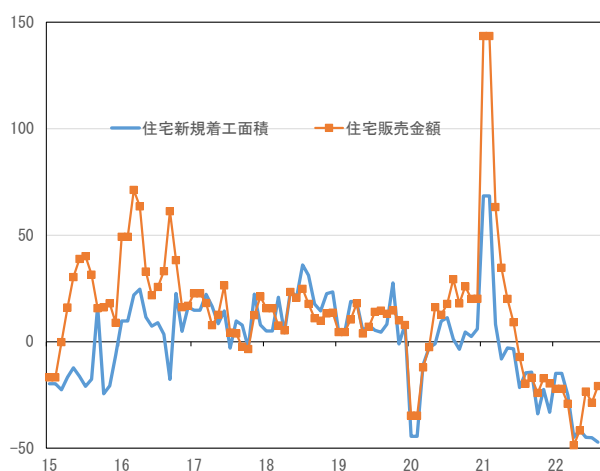
を緩和する都市が相次いだ。政府が住宅市場をテコ入れする際に打ち出す政策が全て出揃った格好である。通常のパターンでは、当局の緩和姿勢への転換を敏感に感じ取る住宅購入者（投資・投機を含む）は、価格先高観から購入を急ぎ、住宅市場は活況に転じていくのだが、今回はそれが当てはまらない特殊なケースとなった。

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台頭したことが大きい。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ぎ、銀行の不良債権増大懸念を高めている。

こうした状況下で、7月28日に開催された中央政治局会議は、地方政府の責任において物件の工事再開と購入者への引き渡しを促すことを経済活動の重点のひとつに掲げた。さらに、8月19日に住宅・都市農村建設部、財政部、人民銀行などが、政策銀行（国家開発銀行、中国農業発展銀行、中国輸出入銀行）の特別貸出によって、引き渡し期限が過ぎた物件の建設と引き渡しをサポートする措置を講じるとした。この他、地方都市の中には、資産管理会社と（国有）デベロッパーがファンドを設立して、あるいは金融機関や資産管理会社が（国有）デベロッパーに資金を融通して、資金繰りに苦しむ（民間）デベロッパーのプロジェクトを買収し完成を促すところがある。

9月12日には、今回の不動産不況の象徴的な存在である中国恒大集団が、自社の706プロジェクトのうち、668プロジェクトの工事が再開し、38プロジェクトがまだ再開できていない旨を発表した。ただし、工事進行基準で金額を計上する不動産開発投資のマイナス幅が拡大していることからすると、「工事再開」の程度には大きな疑問符が付く。

### 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) 中国国家统计局より大和総研作成

とはいえ、工事再開・物件の引き渡しは、7月下旬の中央政治局会議で取り上げられるなど、政策遂行の優先順位が上がっている可能性は高い。今後の動向に注目したい。

## 党大会は「経済」重視の転換点となるか？

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っている。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。

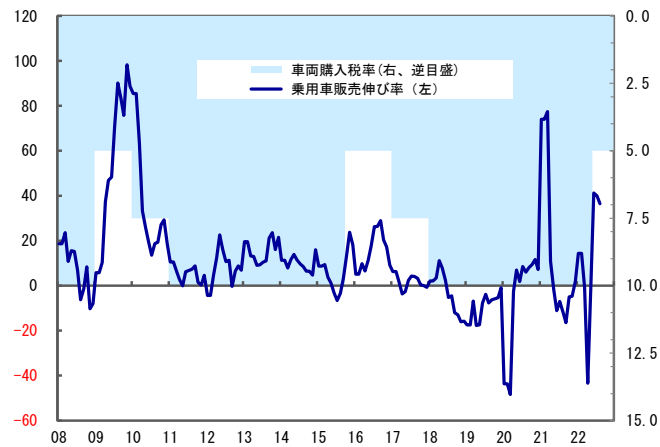
新型コロナウイルス感染症の感染拡大が収束せず、ロックダウンを余儀なくされる都市が相当程度存在し続ける、というシナリオも想定する必要がある。大和総研は2022年の中国の成長率予想を4.0%程度としているが、これは7月～9月のGDP統計の発表を待って、下方修正の方向で見直しを行う予定である。リスクシナリオでは2%台の実質成長にとどまろう。

2023年の中国経済見通しは、感染拡大抑制に成功するか否か、ゼロコロナ政策が緩和されるかどうかを鍵を握る。まず、ゼロコロナ政策は第20回党大会後に緩和される可能性がある。同政策への固執の背景のひとつには、それを異例の3期目に突入する習近平総書記の手柄としたい考えがあるかもしれない。感染拡大がなかなか収束せず、政府成長率目標の達成も極めて困難な状況にあるが、それでも3選という目的が達成されれば、その次のステップとして、経済重視へと舵が切られる可能性がある。このほかに、新型コロナウイルスの弱毒化により、ゼロコロナ政策の維持が不要となるシナリオもあるかもしれない。

この場合、外食、国内旅行を中心とした過去3年分の接触型消費のリベンジ消費が期待される。2022年6月以降、乗用車の車両購入税率の半減措置により生産・販売が大幅に増加した乗用車については、税率を一気に10%に戻すのではなく、7.5%の軽減税率にするなどして、ソフトランディングが図られる可能性がある。固定資産投資は、2022年に下支え役を果たしたインフラ投資の息切れを想定しておく必要がある一方で、住宅建設の工事再開が実現すれば、不動産開発投資の回復が期待できる。

一方で、ゼロコロナ政策が堅持されるリスクシナリオにも留意をしたい。党大会直後に発表される指導体制が、習近平氏の1強体制の強化という結果となれば、政治と経済の「切り離し」が一段と進む可能性がある。そもそも中国では、政治体制の維持のために経済発展が指向されてきたが、経済が多少おかしくなっても強権により政治が揺るがないと判断された場合に起こり得るシナリオである。習近平氏が一度始めた政策が誤りであったとしても、途中での軌道修正が難しくなる懸念がある。こうしたリスクを回避するためにも新指導体制は、様々な背景・立場の政治家が政策を練り上げてくることが可能な、ある程度のバランスが取れた体制となることが望ましい。

## 乗用車販売伸び率（前年同月比）と車両購入税率の推移（％）



(注) 1-2月は平均。車両購入税率は通常、価格の10%  
(出所) 中国自動車工業協会より大和総研作成

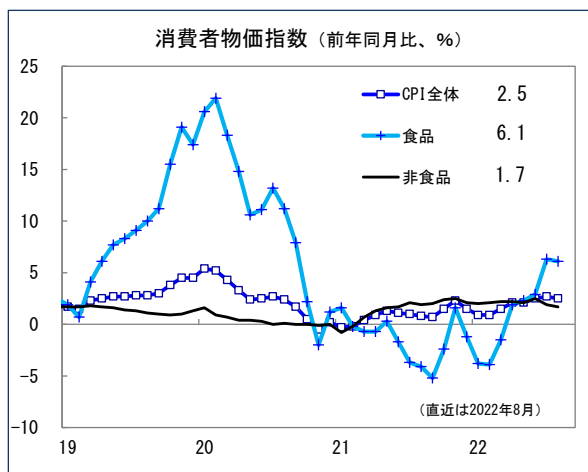
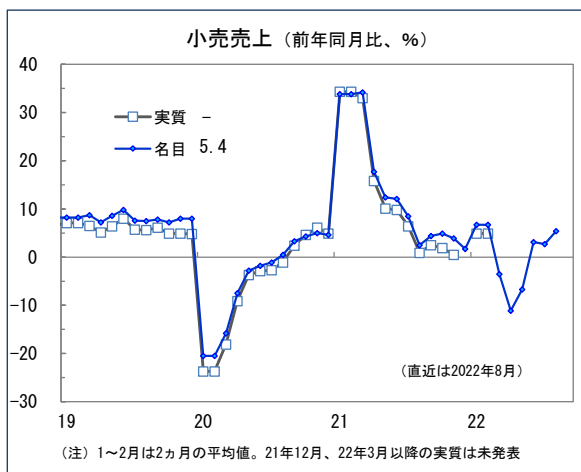
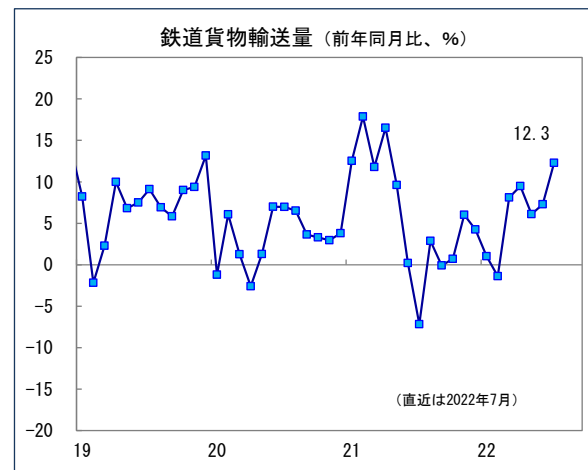
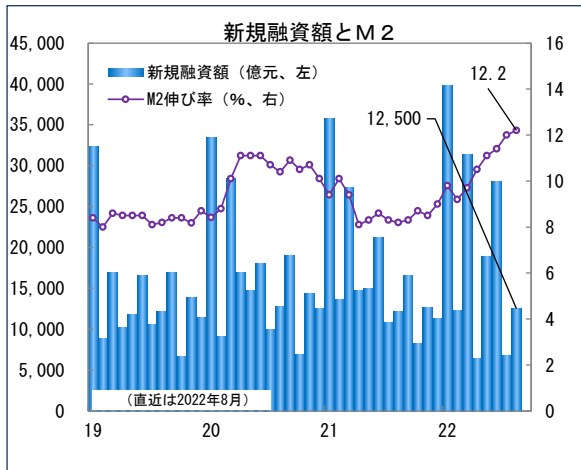
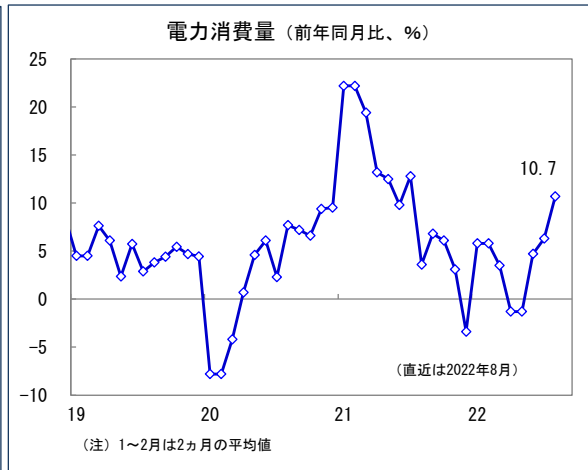
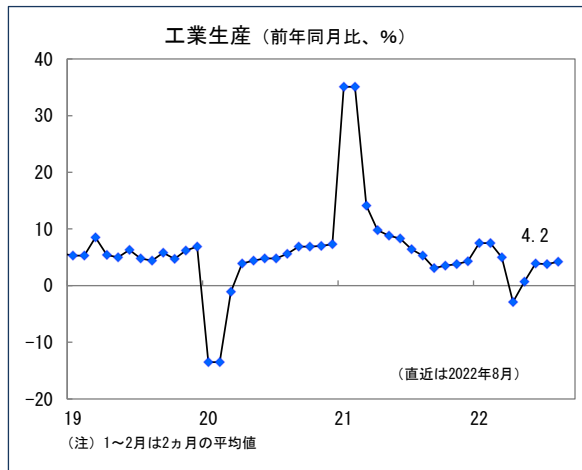
2023年の中国の実質GDP成長率は、楽観シナリオでは6%台に乗せる可能性がある一方で、悲観シナリオでは3%台にとどまる懸念がある。それを左右するのが「政治（習近平氏）」ということになる。

## 主要経済指標一覧

	2021年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	8月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、％）	-	4.9	-	-	4.0	-	-	4.8	-	-	0.4	-	-
工業生産（前年同月比、％）	5.3	3.1	3.5	3.8	4.3	7.5	5.0	-2.9	0.7	3.9	3.8	4.2	
電力消費量（前年同月比、％）	3.6	6.8	6.1	3.1	-3.4	5.8	3.5	-1.3	-1.3	4.7	6.3	10.7	
鉄道貨物輸送量（前年同月比、％）	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、％）	8.9	7.3	6.1	5.2	4.9	12.2	9.3	6.8	6.2	6.1	5.7	5.8	
不動産開発投資（前年累計比、％）	10.9	8.8	7.2	6.0	4.4	3.7	0.7	-2.7	-4.0	-5.4	-6.4	-7.4	
小売売上 名目（前年同月比、％）	2.5	4.4	4.9	3.9	1.7	6.7	-3.5	-11.1	-6.7	3.1	2.7	5.4	
実質（前年同月比、％）	0.9	2.5	1.9	0.5	-	4.9	-	-	-	-	-	-	
消費者物価指数 全体（前年同月比、％）	0.8	0.7	1.5	2.3	1.5	0.9	0.9	1.5	2.1	2.1	2.5	2.7	2.5
食品（前年同月比、％）	-4.1	-5.2	-2.4	1.6	-1.2	-3.8	-3.9	-1.5	1.9	2.3	2.9	6.3	6.1
非食品（前年同月比、％）	1.9	2.0	2.4	2.5	2.1	2.0	2.1	2.2	2.2	2.1	2.5	1.9	1.7
工業製品出荷価格指数（前年同月比、％）	9.5	10.7	13.5	12.9	10.3	9.1	8.8	8.3	8.0	6.4	6.1	4.2	2.3
工業生産者購入価格指数（前年同月比、％）	13.6	14.3	17.1	17.4	14.2	12.1	11.2	10.7	10.8	9.1	8.5	6.5	4.2
新規融資額（億元）	12,200	16,600	8,262	12,700	11,338	39,800	12,300	31,300	6,454	18,900	28,046	6,790	12,500
M2伸び率（％）	8.2	8.3	8.7	8.5	9.0	9.8	9.2	9.7	10.5	11.1	11.4	12.0	12.2
輸出（前年同月比、％）	25.4	27.9	26.8	21.7	20.8	16.1	14.4	3.5	16.3	17.4	17.9	7.1	
輸入（前年同月比、％）	32.4	16.7	20.0	31.4	19.7	16.7	0.6	0.1	3.9	0.8	2.2	0.3	
貿易収支（億米ドル）	592.0	680.5	848.0	716.9	936.9	552.3	449.4	497.5	774.9	972.1	1012.7	793.9	
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、％）	4.9	4.5	4.9	5.4	5.1	5.5	5.5	5.7	5.8	5.9	5.8	5.5	5.8
上海（前年同月比、％）	4.3	4.0	3.8	4.0	4.2	4.2	4.1	4.1	3.8	3.4	3.4	3.5	3.7
商用不動産 着工面積（前年累計比、％）	-3.2	-4.5	-7.7	-9.1	-11.4	-12.2	-17.5	-26.3	-30.6	-34.4	-36.1	-37.2	
完工面積（前年累計比、％）	26.0	23.4	16.3	16.2	11.2	-9.8	-11.5	-11.9	-15.3	-21.5	-23.3	-21.1	
不動産販売 面積（前年累計比、％）	15.9	11.3	7.3	4.8	1.9	-9.6	-13.8	-20.9	-23.6	-22.2	-23.1	-23.0	
金額（前年累計比、％）	22.8	16.6	11.8	8.5	4.8	-19.3	-22.7	-29.5	-31.5	-28.9	-28.8	-27.9	

(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

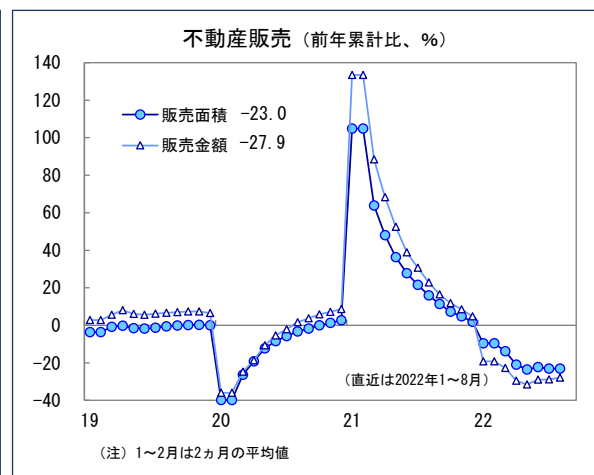
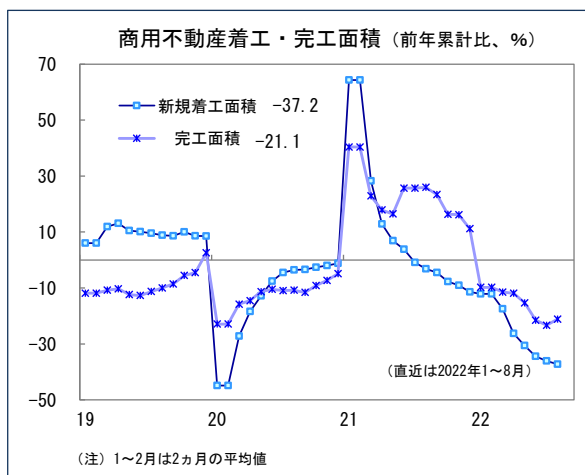
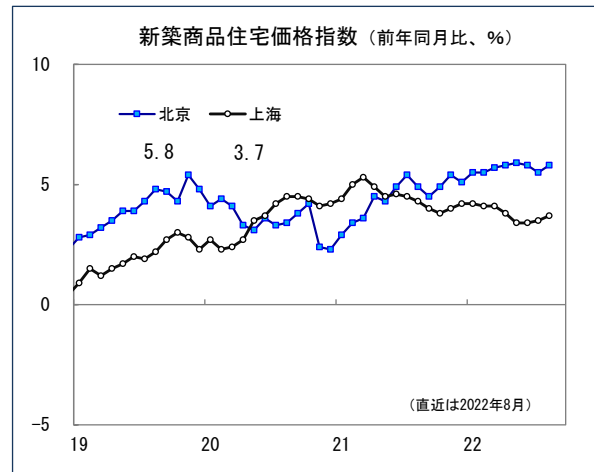
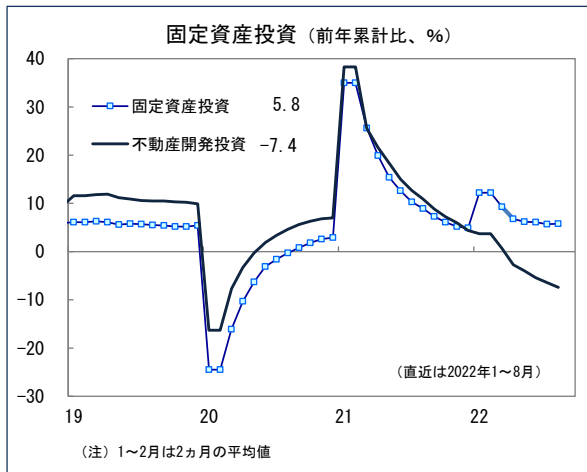
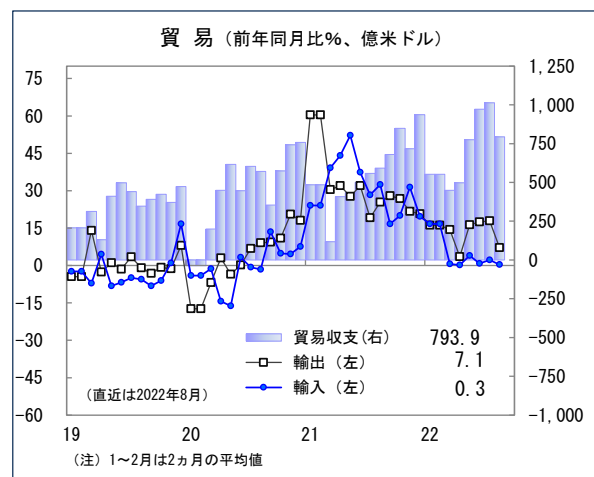
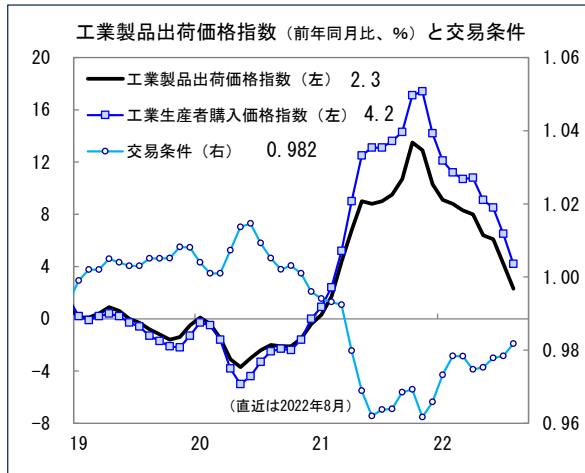
## 主要経済指標一覧（続き）



（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



## 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