

2022年10月21日

主要国経済 Outlook

2022年11月号 (No. 432)

経済調査部
ニューヨークリサーチセンター

[目次]

Overview	2
市場からの警告	
	経済調査部長 山崎 加津子
日本経済	4
停滞感強まる7-9月期の景気動向を踏まえGDP見通しを改訂	
	経済調査部 シニアエコノミスト 神田 慶司
米国経済	13
高まる景気下振れリスク	
	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
新米首相に翻弄された教訓	
	経済調査部 シニアエコノミスト 近藤 智也
中国経済	36
習近平氏「一強体制」の弊害と党大会「報告」経済分野のポイント	
	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

市場からの警告

山崎 加津子

世界

英国のトラス首相が在任わずか44日で辞任を表明した。保守党党首選挙で公約した大型減税を含む経済対策を公表したものの、巨額な財源を国債発行に求めたことで債券安、ポンド安、株安のトリプル安を招いた。ただでさえエネルギー価格や食品価格の高騰に苦しんでいる家計に、住宅ローン金利上昇や将来の年金不安の台頭が加わったことで、保守党の支持率は急落した。経済対策のほとんどを白紙撤回したものの金融市場の混乱は収まらず、身内の保守党議員からの批判、閣僚の辞任もあり、孤立無援の状況に陥った。選挙公約は大風呂敷になりがちで、それを実行に移すにあたっては現実との折り合いをつけるのが通例だが、トラス首相は自身の理念に固執し、市場からの警告や議会からの批判になかなか耳を傾けなかった。党首選挙の段階から指摘のあった財源問題を軽視し、経済対策の修正を頑なに拒否したあげく、突然撤回することを繰り返し、辞任表明以外の選択肢がなくなってしまった。市場からの警告が常に正しいとは限らないが、それに耳を傾け、市場との対話に尽力することは、政策担当者にとって非常に重要であるということだ。なお、市場が的確に状況を判断するためには、透明性の高い情報の提供が欠かせない。その点で中国の主要マクロ経済統計の突然の公表延期は大いに気がかりである。

日本

7-9月期の日本経済は、新型コロナウイルス感染「第7波」や世界景気の悪化などにより、個人消費や輸出を中心に停滞感が強かった。一方、設備投資や公需は拡大したとみられ、実質GDP成長率は前期比年率+2.7%とみている。10-12月期は感染状況の改善や全国旅行支援の実施、水際対策の大幅緩和、自動車の供給制約の緩和などもあり、同+2.8%と5四半期連続のプラス成長を見込む。第7波ではお盆前後のサービス消費は堅調だった一方、それ以外の時期は停滞し、財の消費も振るわなかった。世界景気の悪化と物価高が同時に進行する中、家計は購買力があっても支出拡大に慎重になっているとみられる。10月に始まった全国旅行支援の経済効果を試算すると、12月下旬まで実施される場合は0.8兆円程度とみられる。2023年3月末まで延長されれば1.8兆円程度と、Go To トラベル(1.2兆円程度)を上回る。また、英米の事例を参考にすると、インバウンドの人数は2023年春頃にかけて急回復するだろう。ただし、中国からの訪日観光客は「ゼロコロナ」政策の影響で緩やかな回復にとどまるとみられる。

米国

9月のCPIが市場予想を上回る強い結果となったことで、11月のFOMCでは0.75%ptの利上げを継続する可能性が高まった。他方、9月のFOMC議事録では、FOMCが必要以上の金融引き締めを実施し、景気を過度に冷やしてしまうことへの懸念が示された。FOMCの急ピッチな金融引き締めにより、既に需要は抑制され始めている。米国の自律的な成長を表す実質民間最終需要は、金利敏感項目(=実質耐久財消費+実質設備投資+実質住宅投資)が落ち込んだことで減速傾向にあり、先行きも同様の構図が続くと見込まれる。世界経済の減速や金融環境の無秩序なタイト化など外部からのショックも想定され、景気の下振れリスクが高まる中で、11月以降の

FOMC では、先行きの利上げ幅の縮小に向けた地ならしが注目点となる。米国経済の先行きは、①足下で加速するコアサービス価格に関して、先行きの減速兆候を政策判断に加味するのか、②大幅利上げ以外で、引き締めの金融環境を維持するための手段をどのように用意するか、といった利上げ幅縮小の議論における難問を FOMC がいかに解決していくかにかかっている。

欧州

高インフレ状況の長期化やエネルギー供給への懸念に金利上昇という新たな要因も加わり、2023 年の欧州経済見通しの下方修正が続いている。世論の反発をかわしたい各国政府は家計や企業向けの支援策に力を入れている。だが、その規模が過大で、内容が現状に即さないものであると、内外から様々な批判を浴びてしまう。ドイツと英国がその代表例だが、財政的に余裕のあるドイツの場合、巨額な支援策は EU 内の競争を歪めて不均衡を招くと批判を受ける。英国では、新政権の経済対策が借金で賄われるという点だけでなく、富裕層向けの減税というピント外れな内容も盛り込まれたことから、世論の歓心を得るはずの対策が、むしろ世論の反発を招き、金融市場からはトリプル安の制裁を浴びた。結局、トラス政権はほぼ白紙撤回に追い込まれ、金利の高止まりと下げ止まらない支持率というレガシーが残った。英国のケースはやや極端だが、高インフレを抑制するために中央銀行が利上げを継続する横で、需要を喚起してしまう財政政策を実行することは、インフレ率に与える影響を考えると、どうバランスを取るかが難しい。

中国

2022 年 10 月 17 日 16 時（中国時間）に、中国国家统计局のサイトの主要経済統計情報発表スケジュールが更新され、10 月 18 日 10 時（同）に発表予定であった 7 月～9 月の GDP 統計など主要経済統計の発表が延期された。これは習近平氏「一強体制」の弊害によるものである可能性が高い。習近平氏に見いだされたい、重用してもらいたい人たちは、習氏からのプラスの評価獲得のために仕事をし、忖度・忠誠合戦が繰り広げられることになる。もちろん、習近平氏の指示があった可能性も否定できないが、その場合は、なおさら問題である。鶴の一声で道理や合理性が吹き飛ばすことを意味するからである。習近平総書記による党大会「報告」の経済に関わる部分を見ると、質の高い発展やイノベーション重視など、従来路線の踏襲が多い。問題は基本方針・政策を実現する際に矛盾や軋轢が生じやすいことである。習近平氏の「一強体制」の下で、こうした弊害がますます深刻化しないかが懸念される。

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	(下線及び斜字は年度)				
日本	3.9	0.2	3.5	2.7	2.8	0.6	1.1	1.9	-4.6	1.7	1.8	1.8	
									<u>-4.6</u>	<u>2.3</u>	<u>2.2</u>	<u>1.5</u>	
米国	7.0	-1.6	-0.6	2.2	0.5	0.3	0.2	0.5	-3.4	5.7	1.8	0.6	
ユーロ圏	2.1	2.4	3.3	-0.9	-1.4	-0.4	0.8	1.2	-6.3	5.3	3.0	0.1	
英国	6.6	2.8	0.9	-2.9	-1.2	2.5	-2.7	-0.5	-11.0	7.5	4.1	-0.4	
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.	<u>-6.6</u>	<u>8.7</u>	<u>7.0</u>	<u>6.0</u>	
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10月

停滞感強まる7-9月期の景気動向を踏まえ GDP 見通しを改訂

神田 慶司
小林 若葉
中村 華奈子

[要約]

- 2022年7-9月期の日本経済は、新型コロナウイルス感染「第7波」や世界景気の悪化などにより、個人消費や輸出を中心に停滞感が強かった。一方、設備投資や公需は拡大したとみられ、7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.7%となったとみている。10-12月期は感染状況の改善や全国旅行支援の実施、水際対策の大幅緩和、自動車の供給制約の緩和などもあり、同+2.8%と5四半期連続のプラス成長を見込む。
- 2021年夏の感染第5波、2022年初めの第6波、直近の第7波における新規感染者数と人出の関係を分析したところ、第7波が人出に与えた影響は限定的だったが、感染への警戒が緩んだわけではなかったとみられる。また、第7波ではお盆前後のサービス消費は堅調だった一方、それ以外の時期は停滞した。サービスだけでなく財の消費も振るわなかった。世界景気の悪化と物価高が同時に進行する中、家計は購買力があっても先行き不透明感の強まりから支出拡大に慎重になっているとみられる。
- 当社の「日本経済見通し：2022年9月」では全国旅行支援の経済効果を示したが、その後明らかになった実施スケジュールを基に再試算すると、12月下旬まで実施される場合の経済効果は0.8兆円程度とみられる。2023年3月末まで延長されれば1.8兆円程度と、Go To トラベル（1.2兆円程度）を上回る。英国や米国の事例を参考にすると、インバウンドの人数は2023年春頃にかけて急回復するだろう。ただし、中国からの訪日観光客は「ゼロコロナ」政策の影響で緩やかな回復にとどまるとみられる。

1. 2022年7-9月期の景気動向とGDP見通し

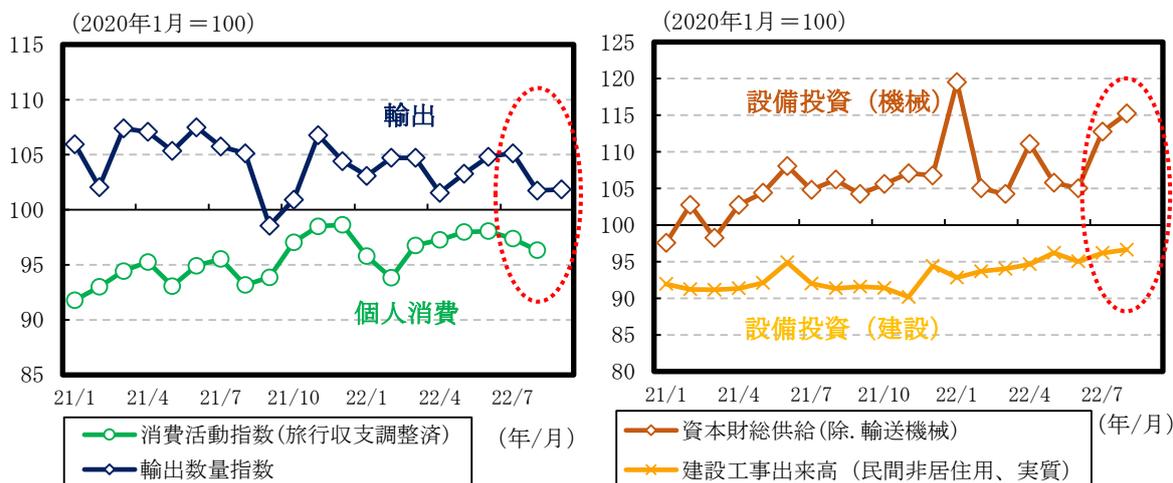
民間の経済活動は感染拡大や外需悪化もあって7月から9月にかけて停滞

2022年7月から9月までの日本経済は、新型コロナウイルス感染「第7波」に見舞われたことや世界景気の悪化などにより停滞感が強かった。

図表1ではGDPベースの個人消費、輸出、設備投資の基調を月次である程度捉えることができる経済指標を示している。国内で新規感染者数が急速に増加した7、8月の個人消費（消費活動指数）は2カ月連続で減少した。**2章**で述べるように、政府による行動制限がなかったことで感染拡大による人出への影響は限定的だったものの、お盆前後の時期を除き、支出拡大に対する家計の慎重な姿勢が目立った。もっとも、人出の動きや業界統計、個社データなどを基に判断すると、9月の個人消費は前月から小幅に増加したとみられる¹。

輸出（輸出数量指数）については、中国・上海市などでのロックダウン（都市封鎖）が6月に解除されたことで、当初は対中輸出の反動増が期待されていた。だが、7月以降も一部地域で断発的なロックダウンが実施されたことや、不動産投資の不振などから対中輸出の回復は鈍かった。とりわけ不動産市況の影響を受けやすい建設機械や鉄鋼などが低調であった。欧米向けでは自動車の供給制約の緩和が追い風となったものの、欧米での景気悪化が輸出を下押しした。例えば、7月まで高水準にあった欧米向け半導体等製造装置はパソコンやスマートフォンの需要減などの影響で輸出額が8月に急減し、9月はほぼ横ばいだった。

図表1：消費・輸出関連指標（左）と設備投資関連指標（右）の推移



(注) いずれも季節調整値。建設工事出来高は大和総研による季節調整値で、建設工事費デフレーターを用いて実質化。2022年8月分のデフレーターは大和総研による試算値を利用。

(出所) 日本銀行、内閣府、経済産業省、国土交通省統計より大和総研作成

¹ 詳しくは、中村華奈子「[2022年8月消費統計](#)」(大和総研レポート、2022年10月7日)を参照。

設備投資のうち建設投資（民間非居住用の実質建設工事出来高）はおおむね横ばいで推移した一方、機械投資（輸送機械除く資本財総供給）は7月から8月にかけて大幅に増加した。経済活動の正常化が緩やかに進む中で、これまで先送りされてきた機械設備への投資が増加したとみられる。総供給を業種別に見ると、4～6月平均に対する7、8月平均はとりわけ生産用機械（+9.7%）や情報通信機械（+9.0%）で大幅に増加しており、車載向け半導体の製造装置や電子計算機などの需要が押し上げたとみられる。機械設備投資に先行する機械受注額（船舶・電力を除く民需）は3月以降、振れを伴いつつも増加基調にあり、9月の機械設備投資も堅調に推移したと考えられる。

7-9月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+2.7%の見込み

こうした需要項目の動きを踏まえ、7-9月期の実質 GDP は前期比年率+2.7%（前期比+0.7%）となったとみている。9月8日時点では同+3.5%と見込んでいたが、個人消費と輸出を中心に下方修正した。内需では設備投資や個人消費、政府消費、公共投資が実質 GDP を押し上げ、住宅投資や民間在庫が押し下げたとみられる。外需に関しては輸出がわずかに増加し、輸入は減少したことで、外需の寄与度は前期比プラスとなったとみている。

10-12月期の実質 GDP は前期比年率+2.8%（前期比+0.7%）と5四半期連続で増加するとみている。感染状況が落ち着く中で経済活動の正常化が一段と進み、個人消費や輸出などを中心に回復基調が強まる見込みだ。10月11日に開始された全国旅行支援がサービス消費の回復を後押しするほか、同日から実施された水際対策の大幅な緩和はサービス輸出に含まれるインバウンド（訪日外客）消費の急回復を促すだろう（全国旅行支援、インバウンド消費については**3章**を参照）。また、車載向け半導体の供給は2023年にかけて徐々に正常化に向かうことが見込まれ、自動車生産の回復に伴って耐久財消費や輸出、設備投資を押し上げるとみられる。

2022年度の実質 GDP 成長率は前年比+2.2%、2023年度は同+1.5%とみている（暦年ベースでは2022年：同+1.8%、2023年：同+1.8%）。世界経済見通しの悪化や国内の消費マインドの悪化などを踏まえ、9月8日時点の見通し（2022年度：同+2.6%、2023年度：同+1.8%）から下方修正した。経済見通しの詳細については、11月21日公表予定の「第215回日本経済予測」を参照されたい。

2. 感染第7波における家計行動の特徴 ～第8波到来時への示唆

感染第7波では1日あたり新規感染者数が全国各地で過去最多を大幅に更新したが、重症者数が低位で推移したことなどもあり、第6波までのように緊急事態宣言やまん延防止等重点措置といった行動制限は措置されなかった。政府は今後、第7波を上回る感染拡大が生じて、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方針である²。

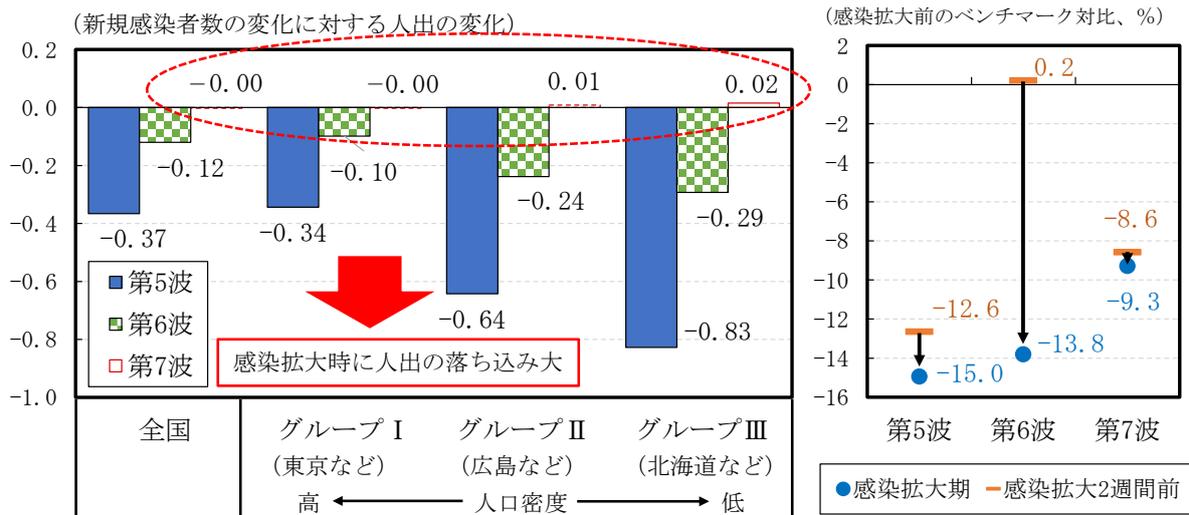
² 新型コロナウイルス感染症対策本部「With コロナに向けた政策の考え方」（2022年9月8日本部決定）

専門家の間では、今冬にも第8波が始まる可能性が指摘されている。また、欧米ではオミクロン型の新たな派生型の感染が拡大しつつある。第8波が始まった場合の経済活動への影響を事前に検討する上でも、第7波における家計行動の特徴を整理しておくことは重要であろう。

第7波が人出に与えた影響は限定的だったが感染への警戒は緩んでおらず

そこで第5波（2021年7月1日～9月30日）、第6波（2022年1月5日～3月21日）、第7波（7月15日～9月30日）の3つの感染拡大期における新規感染者数と人出の関係や、人出の水準に注目して分析した結果が**図表2**である。このうち**図表2左**では、人口10万人あたり新規感染者数とGoogleが公表する小売店・娯楽施設の人出のデータで単回帰分析を行い、回帰線の傾きを棒グラフで示した。棒グラフのマイナスの値が大きいほど、新規感染者数が増加したときに人出の落ち込みが大きいことを意味する。全国のほか、47都道府県を人口密度の高い順に3つのグループに分け、それぞれについても推計した。

図表2：各感染拡大期の新規感染者数に対する人出の感応度（左）、人出の水準（右）



(注) 感染拡大期はそれぞれ第5波を2021年7月1日～9月30日、第6波を2022年1月5日～3月21日、第7波を2022年7月15日～9月30日と定義した。左図は、小売店・娯楽施設の人出と人口10万人あたり新規陽性者数の動きを散布図で表した際の回帰線の傾きを示したものである。2020年国勢調査における人口密度を用いて47都道府県を3つのグループに分類し、グループⅠは東京都や大阪府など上位16位まで、グループⅡは広島県や長崎県など17～32位、グループⅢは北海道や岩手県など33～47位の都道府県とした。有意水準10%を満たさない棒グラフは破線で示した。右図では月～金曜日の祝日とお盆、年末年始の人出のデータを除いた。(出所) 総務省、厚生労働省、Google“COVID-19 Community Mobility Reports”、CEICより大和総研作成

全国ベースの棒グラフのマイナス幅は第5波が最も大きかったが、第6波ではマイナス幅が大幅に縮小し、第7波ではほぼゼロになった。第7波の推計値は統計的に有意ではなく、新規感染者数が増加すると人出が減少するという関係は見られなくなった。政府による行動制限がなかったことで、感染拡大を理由に外出を控える家計が少なかったためとみられる。

グループ別に見ると、第5波では人口密度の低いグループほど棒グラフのマイナスの値が大きかった。当時はデルタ株が主流で、新規感染者数はオミクロン株よりも格段に少なかった。そ

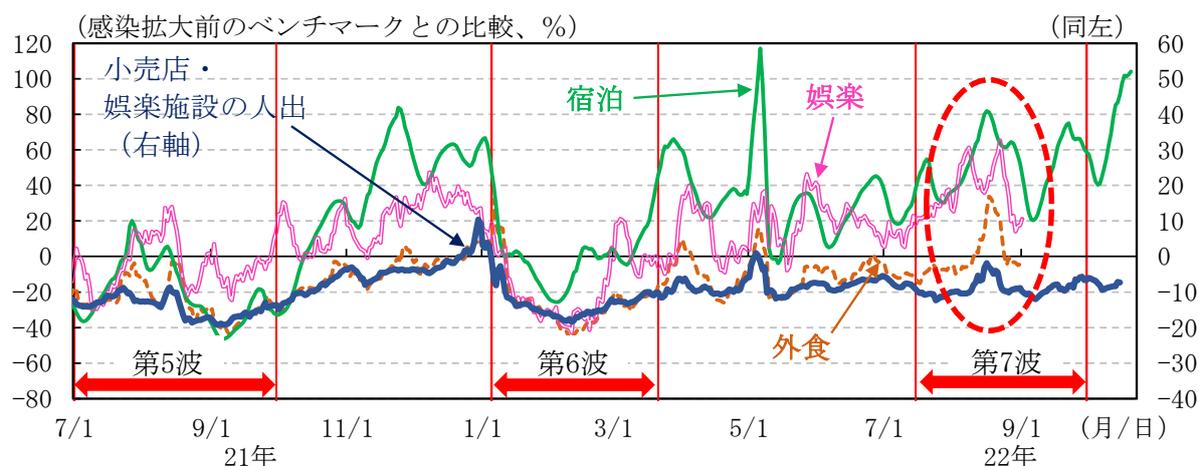
のため人口の少ない地域では大都市部に比べ、感染したときに周囲が敏感に反応しやすく、感染したときの被害は健康面だけでなく社会経済的にも大きかったと考えられる。第6波ではどの地域でも新規感染者数が大幅に増加し、感染すること自体が珍しくなくなった。結果として地域差は大きく縮小し、第7波ではどのグループでも棒グラフの値はほぼゼロであった（グループⅠ、Ⅱの推計値は統計的に有意でなかった）。

ただし、第7波では人出が感染拡大に反応しなくなったからといって、新型コロナウイルスに対する人々の警戒が緩んだわけではなかったようだ。感染拡大前2週間と感染拡大期の人出の平均水準を比較した**図表2右**を見ると、第7波における人出の落ち込みは第5、6波よりかなり浅かった。だが、第6波の収束後も新規感染者数が一定程度発生していたこともあって第7波の直前でも人出の水準は低く、2020年初めの感染拡大直前の水準を1割近く下回っていた。都道府県別に見ると、東京都や大阪府といった大都市部でその傾向が顕著に見られる。7-9月期の個人消費は第6波までのように落ち込まなかったものの、4-6月期からの回復基調を維持することができなかったのはこうした背景があると考えられる。

お盆前後のサービス消費は堅調だった一方、それ以外の時期は停滞

次に、第5波以降のサービス消費の主要費目の動きを確認する。サービス消費のうち、感染拡大の影響を特に受けやすい宿泊、外食、娯楽の需要動向を日次で示したのが**図表3**である。第7波では、8月中旬のお盆の時期に宿泊や外食の需要が大きく回復した。娯楽もお盆前後で回復が見られた。緊急事態宣言が発出され、都道府県をまたぐ移動の自粛が要請されていた第5波とは大きく異なる。行動制限のない夏を3年ぶりに迎えたこともあり、帰省などを中心にお盆期間の消費は堅調だったといえよう。

図表3：宿泊・外食・娯楽の需要と人出の日次推移



(注) ベンチマークは2020年1月3日から2月6日の曜日別中央値。「外食」は家計調査における外食、「娯楽」は家計調査における「他の教養娯楽サービス」、「宿泊」は九州経済調査協会統計における宿泊稼働指数（トレンド成分）を指す。宿泊稼働指数＝100－((当日の空室数－過去2年間の最小空室数)/(過去2年間の最大空室数－過去2年間の最小空室数)×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。データは祝日を除いた7日間移動平均値。

(出所) 総務省統計、Google“COVID-19 Community Mobility Reports”、CEIC、九州経済調査協会統計より大和総研作成

しかし、2022 年のお盆の後は人出の落ち込みに合わせて宿泊、外食、娯楽の需要も大きく減少した。帰省や長距離旅行など早い時期から計画されていたイベント以外では、感染リスクを意識して対面や移動の機会を自主的に抑制しようとする行動が、若年層よりもサービス消費の回復が鈍い中高年層を中心に広がったとみられる。

第 7 波では、高齢者に対して不要不急の外出自粛などを要請する「BA.5 対策強化宣言」を多くの道府県が 8 月から 9 月にかけて発出した。内閣府が 6 月上旬に行った調査³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い。道府県からの要請に従い、外出を控える高齢者が多かった可能性がある。一方、中年層では隔離される場合の経済社会的負担の大きさも影響しているだろう。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考えられる。

第 8 波が到来すれば、一部費目を除いて消費が停滞する可能性

前掲図表 1 で示した消費活動指数を財・サービス別に見ると、第 7 波ではサービスだけでなく財も振るわなかった。家計貯蓄は感染拡大後に大幅に増加しており、雇用環境は足元でも安定していることに鑑みると、家計は購買力があっても先行き不透明感の強まりから支出拡大に慎重になっていると推察される。

満 20 歳以上の個人を対象に日本銀行が四半期ごとに実施している「生活意識に関するアンケート調査」によると、1 年後の景気を尋ねた「景況感 D. I.」（「良くなる」との回答割合 — 「悪くなる」との回答割合）は、直近の 2022 年 9 月調査において 2020 年 3 月以来の低水準となった。欧米などで景気後退懸念が強まっていることや、ウクライナ危機の長期化などが背景にあるとみられる。また、商品やサービスを選ぶ際に特に重視することを尋ねた質問では「価格が安い」との回答が最も多かった。物価高などを受け、回答割合は 4 四半期連続で高まった。

第 8 波が始まると指摘されている今冬でも、世界景気の悪化と物価高が同時に進行する状況は変わらないだろう。感染への警戒の強さや先行き不透明感の強さから、政府による行動制限がなかったとしても、第 8 波では旅行など一部の費目を除いて消費が停滞する可能性が高い。こうした中で消費の回復を促すためにも、政府は外部環境の悪化に適切に対応するとともに、欧米のようにコロナ前に近い生活を早期に取り戻すための取り組みを進める必要がある。オミクロン対応ワクチンの普及や、新型コロナウイルスの感染症法上の扱いの見直しなどが喫緊の課題だ。

³ 「[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）

3. 全国旅行支援の経済効果とインバウンドの見通し

2022年10月11日から政府の観光需要喚起策である「全国旅行支援」が実施され、水際対策が大幅に緩和された。9月21日に公表した当社の「[日本経済見通し：2022年9月](#)」（以下、前月号）では全国旅行支援の経済効果を試算したが、今回はその後に明らかになった実施スケジュールを踏まえて再試算を行う。また水際対策の大幅緩和についても、前月号ではインバウンドの回復余地などについて取り上げたが、今回はインバウンドの回復ペースについて検討する。

全国旅行支援の経済効果は12月下旬までで0.8兆円、来年春まで延長なら1.8兆円

前月号では全国旅行支援が10月初めから2023年3月末（年末年始は除く）まで実施されると想定し、経済効果を2.0兆円程度と試算していた。その後、政府は実施期間を10月11日から12月下旬までにすると発表し、東京都では10月20日から実施されることになった。これを踏まえて再試算した結果が**図表4**である。

図表4：全国旅行支援とGo To トラベルの経済効果

	全国旅行支援		Go To トラベル
実施期間	2022年10月11日 ～12月下旬	2023年3月末まで 実施される場合	2020年7～12月
経済効果 (うち直接効果)	0.8兆円 (0.6兆円)	1.8兆円 (1.4兆円)	1.2兆円 (1.0兆円)

(注1) 全国旅行支援は東京都のみ10月20日から実施。実施期限の「12月下旬」は12月20日と想定。2023年3月末まで実施される場合は年末年始（12月21日～1月8日）を除く。

(注2) 全国旅行支援とGo To トラベルの経済効果は、各事業の実施によって誘発された追加的な需要額（直接効果）とその波及効果を合わせたもので付加価値ベース。直接効果はGo To トラベルの利用実態に関するアンケート調査「じゃらん宿泊旅行調査2021」（リクルートじゃらんリサーチセンター）の結果を利用し、事業の実施により増加する延べ旅行者数（純増率）と旅行費用を増額する延べ旅行者数（増額率）、平均増額の約11,900円を踏まえて試算。全国旅行支援では純増率と増額率がGo To トラベルと同等と仮定し、増額分はGo To トラベルにおける平均増額に、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

ほとんどの自治体は12月20日まで実施する予定であることから、同日を実施期限と想定した経済効果は0.8兆円程度（直接効果：0.6兆円、波及効果：0.2兆円）と試算される。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）よりも実施期間が短いため経済効果はこれを下回るが、1カ月あたりの経済効果では上回る。観光庁によると、Go To トラベルの支援実績は1人泊あたり約6,150円⁴であったため、割引額が下がることの影響は限定的とみられる。むしろ割引率が5%pt引き上げられたことで、実際の経済効果は今回の方が大きくなる見込みだ。全国旅行支援の実施は10-12月期の旅行需要の追い風となるだろう。

⁴ 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、利用人泊数は少なくとも約8,781万人泊。

が不要になった6月には一部地域で一段と回復した。もっとも、欧州やアジアからの8月の入国者数は7~8カ月ぶりに2019年同月比の減少率が拡大した。感染拡大前の水準を回復する前に頭打ち感が強まったのは、オンライン化によるビジネス目的での渡航の減少や、感染リスクを警戒して海外旅行を控える行動などが影響しているとみられる。

こうした英米の事例を踏まえると、日本でも2022年末から2023年春にかけてインバウンドが急回復する可能性は高いだろう。韓国や台湾、香港でも水際対策の緩和が進んでおり、那覇空港では感染拡大の影響で運休していた台湾と香港からの定期便が10月16日から運航を再開した。報道によると、10月25日から11月2日にかけて台湾や香港にある3つの航空会社の定期便も再開されるという。2023年度に入るとインバウンドの回復ペースは次第に緩やかになり、米国のように感染拡大前の水準に達する前に頭打ち感が強まるとみている。観光庁によると、2019年の日本のインバウンドの人数のうち、13.9%が業務目的であった。

ただし、中国からの訪日観光客の回復ペースは緩やかなものにとどまると見込まれる。中国政府は「ゼロコロナ」政策を堅持しており、ビジネスなどを除いて不要不急の出国を今なお制限しているからだ。インバウンドの人数に占める中国人観光客の割合は2019年で約3割であり、1人あたり旅行支出はアジアの中で最も大きかった。中国からの訪日観光客の回復の遅れは、人数で見ると消費額の回復ペースを下押しする可能性がある。

以上を踏まえ、2022年9月で2019年同月比▲91%であったインバウンドの人数は2023年春頃にかけて急回復し、2023年1-3月期には2019年同期比▲50%程度（うち中国人は同▲90%程度、それ以外は同▲35%程度）とみている。その後の回復ペースは次第に緩やかになり、2023年7-9月期で同▲30%程度、2024年7-9月期で▲5%程度と、本格回復は当面先になるだろう。

図表6：日本経済見通し（2022年10月20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 (暦年)	年度 (暦年)	年度 (暦年)
実質GDP(年率、兆円)	536.4	534.0	539.1	539.4	544.0	547.6	551.5	552.3	553.9	556.4	558.3	559.8	536.9	548.9	556.9
<前期比、%>	0.4	-0.4	1.0	0.1	0.9	0.7	0.7	0.2	0.3	0.5	0.3	0.3			
<前期比年率、%>	1.5	-1.8	3.9	0.2	3.5	2.7	2.8	0.6	1.1	1.9	1.3	1.1			
<前年同期比、%>	7.3	1.2	0.5	0.6	1.6	2.6	2.3	2.5	1.7	1.6	1.2	1.3	2.3 (1.7)	2.2 (1.8)	1.5 (1.8)
民間消費支出(前期比、%)	0.4	-0.9	2.4	0.3	1.2	0.2	0.8	0.4	0.4	0.3	0.3	0.2	2.6	3.0	1.4
民間住宅投資(前期比、%)	1.6	-1.8	-1.3	-1.4	-1.9	-1.2	0.4	0.6	0.3	0.0	-0.3	-0.3	-1.6	-4.5	0.4
企業設備投資(前期比、%)	1.0	-2.0	0.2	-0.1	2.0	2.7	1.2	1.1	1.2	1.1	1.1	1.0	0.6	4.7	4.9
政府消費支出(前期比、%)	0.9	1.1	-0.3	0.4	0.7	0.4	0.2	-1.8	-1.3	-0.4	0.1	0.1	2.0	1.0	-2.6
公共投資(前期比、%)	-2.5	-3.3	-3.7	-3.2	1.0	0.9	1.2	0.9	0.8	0.5	0.3	0.3	-7.5	-2.1	2.8
輸出(前期比、%)	3.0	0.0	0.6	0.9	0.9	0.1	1.8	1.4	0.7	0.6	0.4	0.4	12.5	3.3	3.4
輸入(前期比、%)	4.4	-1.1	0.4	3.5	0.6	-0.5	1.3	0.7	0.6	0.7	0.3	0.3	7.2	3.5	2.4
名目GDP(前期比年率、%)	-1.1	-1.5	1.8	1.7	2.5	0.7	3.5	1.4	1.9	2.5	2.0	1.4	1.3	1.8	2.0
GDPデフレーター(前年同期比、%)	-1.1	-1.1	-1.3	-0.5	-0.3	-0.8	-0.2	-0.5	0.1	0.7	0.7	0.7	-1.0	-0.5	0.6
鉱工業生産(前期比、%)	0.3	-1.9	0.2	0.8	-2.7	6.2	1.5	2.1	0.9	0.0	0.0	0.2	5.7	3.3	4.8
コアCPI(前年同期比、%)	-0.6	0.0	0.4	0.6	2.1	2.7	2.7	2.1	2.3	1.8	1.7	1.3	0.1	2.4	1.8
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	-16.2	-16.4	-16.1	-16.4	-16.2	-16.3	-16.2	-1.6	-15.8	-16.2
経常収支(兆円、年率)	17.9	11.9	11.4	9.1	5.4	0.1	0.1	0.6	0.5	0.2	0.1	0.2	12.7	1.6	0.3
前提															
原油価格(WTI、ドル/バレル)	66.2	70.5	77.1	95.0	108.5	91.4	83.6	82.8	82.8	82.8	82.8	82.8	77.2	91.6	82.8
為替レート(円/ドル)	109.4	110.1	113.7	116.2	129.6	138.4	148.7	149.2	149.2	149.2	149.2	149.2	112.3	141.5	149.2

(注) 網掛け部分は大和総研予想。

(出所) 大和総研

米国経済 高まる景気下振れリスク

11月のFOMCで利上げ幅の縮小議論が開始されるかが注目点

矢作 大祐

[要約]

- 9月のCPIが市場予想を上回る強い結果となったことで、11月のFOMCでは0.75%ptの利上げを継続する可能性が高まった。他方、9月のFOMC議事録では、FOMCが必要以上の金融引き締めを実施し、景気を過度に冷やしてしまうことへの懸念が示された。FOMCが急ピッチで金融引き締めを進めてきたことによって、既に需要は抑制され始めている。米国の自律的な成長を表す実質民間最終需要は、金利敏感項目（＝実質耐久財消費＋実質設備投資＋実質住宅投資）が落ち込んだことで減速傾向にあり、先行きも同様の構図が続くと見込まれる。
- 米国経済は金融引き締めによって自律的な成長が抑制されていることから、世界経済の減速や金融環境の無秩序なタイト化など外部からのショックに対する耐性は低下している。景気の下振れリスクが高まる中で、11月以降のFOMCでは、先行きの利上げ幅の縮小に向けた地ならしが注目点となる。米国経済の先行きは、①足下で加速するコアサービス価格に関して、先行きの減速兆候を政策判断に加味するのか、②大幅利上げ以外で、引き締めの金融環境を維持するための手段をどのように用意するか、といった利上げ幅縮小の議論における難問をFOMCがいかに解決していくかにかかっている。

9月のCPIの上振れによって、大幅利上げが継続見込み

9月20・21日に開催されたFOMCでは、6月及び7月のFOMCに引き続き、政策金利であるFF（フェデラルファンド）レートの誘導目標レンジが0.75%pt引き上げられた¹。また、9月のFOMCで公表されたFOMC参加者のFF金利予想（ドットチャート）の中央値では、2022年の残り2回のFOMCで合計1.25%ptの利上げの可能性が示唆された。これは、11月1・2日に開催されるFOMCで0.75%pt、12月13・14日に開催されるFOMCで0.50%ptの利上げを実施することで到達できる利上げ幅といえ、年内は大幅利上げが継続することを意味する。

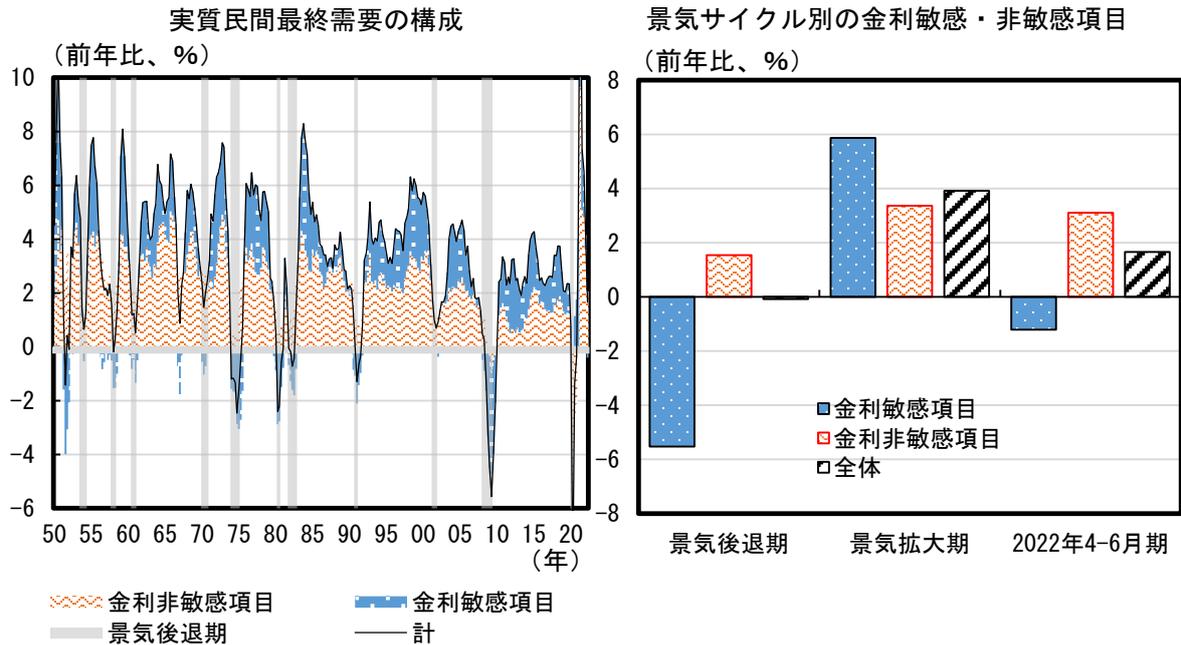
9月のCPI（10月13日公表）の結果は、今後のFOMCでの大幅利上げ継続を促す強い結果となった。ヘッドライン（前年比+8.2%（市場予想（Bloomberg）：同+8.1%））はエネルギー価格が伸びを抑制した一方、コアCPI（前年比+6.6%（市場予想（同）：同+6.5%））が加速したことで、全体を押し上げた。9月のCPIが市場予想を上回ったことで、市場は11月・12月のFOMCでそれぞれ0.75%ptの利上げが実施されるとの予想を強めた。FOMCのタカ派化を主導してきたブラード・セントルイス連銀総裁も、9月のCPI公表後のインタビュー（10月14日）で、12月のFOMCについて判断するのは早計としつつ、12月のFOMCが現在開催されるとすれば、0.75%ptの利上げを支持すると述べた。

他方、9月FOMCでのドットチャートや議事録が示すように、11月以降のFOMCでは利上げ幅の縮小に関して議論が行われることが想定される。9月のFOMC議事録では、多くの参加者がインフレを抑制するための行動が少なすぎることに伴うコストは、行動が多すぎることに伴うコストを上回るということに同意した。一方で、幾人かの参加者は金融政策が引き締めの領域に移行するにつれて、総需要の累積的な抑制が2%のインフレ目標に必要な量を超えるという下振れリスクの出現を反映し、リスクはより二面性を有するようになると指摘した。つまり、FOMCが必要以上の金融引き締めを実施し、景気を過度に冷やしてしまうことに対する懸念が示されたことを意味し、FOMC内でさらなる引き締めについて慎重な見方が出始めたといえる。

FOMCが急ピッチで金融引き締めを進めてきたことによって、既に需要は抑制され始めている。米国の自律的な成長を表す実質民間最終需要（＝実質個人消費＋実質設備投資＋実質住宅投資）を、金融環境に左右されやすい金利敏感項目（＝実質耐久財消費＋実質設備投資＋実質住宅投資）と、雇用環境など景気全般と連動する金利非敏感項目（＝実質非耐久財消費＋実質サービス消費）に分けて見ると、過去の景気後退期は、金利敏感項目が前年比で大きく落ち込み、金利非敏感項目がプラス幅を縮小する傾向がある。直近値（4-6月期）を見ると、金利非敏感項目が景気後退期よりも高い水準にある一方で、金利敏感項目は前年比でマイナスへと転じており、実質民間最終需要はプラスを維持しつつも減速傾向にある。金融引き締めが続く中で、金利敏感項目が低調となることに加え、金利非敏感項目と連動する実質総賃金が減速していることで、7-9月期以降の実質民間最終需要のプラス幅は前年比ベースでさらに縮小することが見込まれる。

¹ 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 矢作大祐「FOMC 3会合連続で0.75%ptの利上げを決定」（2022年9月22日）参照 https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20220922_023292.html

図表1 実質民間最終需要の構成、景気サイクル別の金利敏感・非敏感項目

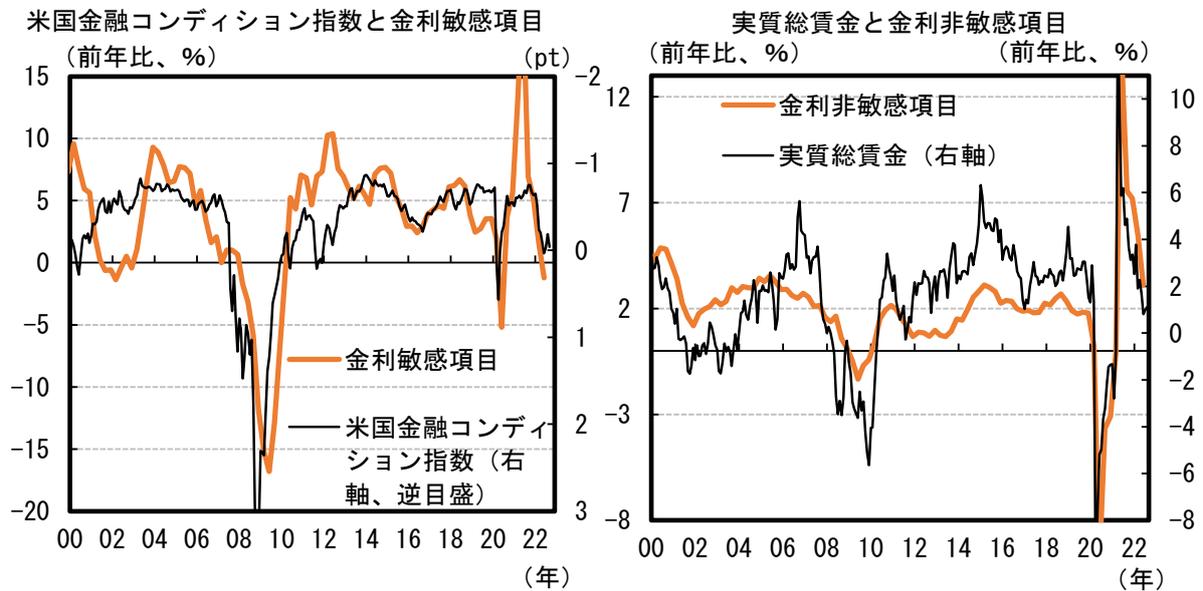


(注1) 実質民間最終需要=実質個人消費+実質設備投資+実質住宅投資、金利敏感項目=実質耐久財消費+実質設備投資+実質住宅投資、金利非敏感項目=実質非耐久財消費+実質サービス消費。

(注2) 右図は1950年から2022年までの各景気サイクルでの平均値。

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

図表2 米国金融コンディション指数と金利敏感項目、実質総賃金と金利非敏感項目



(注) 米国金融コンディション指数は0が平均値、0以上がタイトな状況。

(出所) BEA、BLS、シカゴ連銀、Haver Analytics より大和総研作成

11月のFOMC以降は、利上げ幅縮小に向けた地ならしに注目

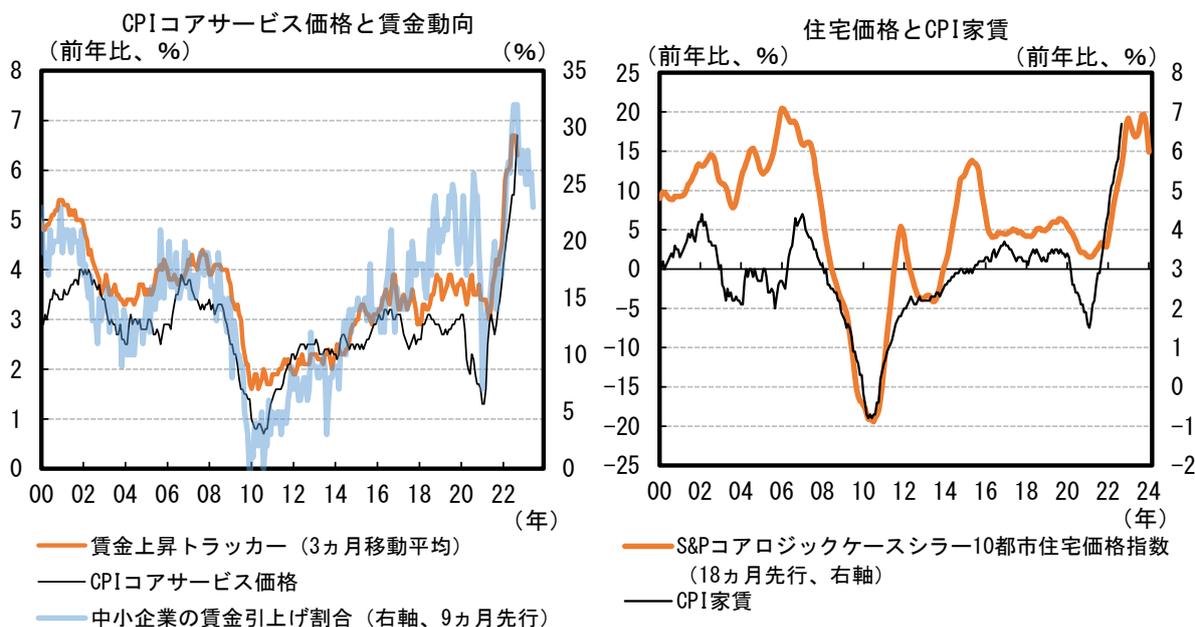
需要の抑制は、インフレを抑えるために不可欠であり、FOMCにとって狙い通りの結果といえる。しかし、需要が大きく抑制され、景気後退に陥ってしまえば、金融引き締め継続自体が難しくなり得る²。こうした中で、IMFが10月に公表した世界経済見通し（WEO）では世界経済の成長率を引き下げ、国際金融安定性報告書（GFSR）の中では、金融環境の無秩序なタイト化のリスクが高まっていることを指摘した。米国経済は金融引き締めによって自律的な成長が抑制されていることから、外部からのショックに対する耐性は低下しており、景気の下振れリスクは高まっている。ブラード総裁も、前述のインタビューの中で、景気の下振れリスクについて警戒心を強めていると述べており、大幅利上げ一辺倒ではないことを示唆している。

景気の下振れリスクが高まる中で、11月以降のFOMCでは、先行きの利上げ幅の縮小に向けた地ならしが米国経済の先行きを左右する大きな注目点となる。とりわけ、利上げ幅の縮小に向けては、①CPIの中でも住宅価格を含むコアサービス価格の取り扱いと、②引き締めの金融環境の維持のために用いる大幅利上げ以外の手段に関する整理が必要となる。9月のCPIの内訳を見ると、コア財価格は減速傾向を示すも、コアサービス価格が加速した。コアサービス価格の減速如何が、利上げを巡る判断において一層重要性を増している。コアサービス価格に関して注目すると、連動性の高い賃金上昇率（アトランタ連銀公表の賃金上昇トラック）は既にピークアウトの兆候を示している。また、賃金上昇率に先行する傾向のある、中小企業の賃金引上げ割合も徐々に低下しており、賃金上昇率についてはコアサービス価格は今後減速していくことが見込まれる。加えて、コアサービス価格においてウェイトの大きい家賃に関しては、住宅市場の調整に伴い、実勢の住宅価格が既に減速或いは低下している点に着目すべきである。CPIの家賃は実勢の住宅価格に比べて遅行する傾向があることから、当面は高い伸びが続く可能性はあるが、遅かれ早かれ低下していくことが見込まれる。

コアサービス価格の減速を示す兆候に対して、パウエルFRB議長は楽観的な姿勢を控え、慎重なトーンを維持してきた。パウエル議長は9月のFOMC後の記者会見で、将来的な利上げ幅の縮小に関して質問された際に、インフレが減速していく兆候はあるものの、インフレ率が目標となる2%に向かって低下しているという明確な証拠を確認したいと述べている。パウエル議長の発言を基にすれば、コアサービス価格を含めインフレが明確に抑制され始めるまで、利上げ幅の縮小は困難となる可能性がある。こうしたパウエル議長のスタンスは、インフレ抑制に向けたFOMCの対応が遅れたと批判されてきたことを受け、物価の安定に向けたFOMCの信頼を確保するために、利上げ幅の縮小を判断する上で慎重を期していると考えられよう。11月以降のFOMCで、パウエル議長が9月のFOMC同様に慎重なトーンを維持するのか、或いは景気の下振れリスクを意識し、インフレの減速兆候への目配りを強めることで、利上げ幅の縮小を示唆するのかが注目されることになる。

² 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 金融政策は再び暗中模索へ」（2022年9月21日）参照 https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20220921_023285.html

図表3 CPI コアサービス価格と賃金動向、住宅価格と CPI 家賃



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

また、利上げ幅の縮小を議論するとはいえ、インフレを抑制するために必要な程度において、金融環境をタイトなままで維持する必要がある。これまでを振り返ると、FOMCの金融引き締めスタンス転換に対する市場の期待が強まった際に、株価の上昇などによって金融環境は緩和方向へと転じた。具体的には、7月のCPIが減速感を示した後の8月半ばから9月前半にかけて、そして、FOMCが景気の下振れリスクへの警戒感を強めた9月末から10月初頭が挙げられる。今後FOMCが利上げ幅の縮小を議論し始めれば、市場はインフレの減速が本格化し、金融引き締めの終着点近づいていると認識し、ひいては金融緩和への期待が強まることで、金融環境が緩和していく可能性がある。

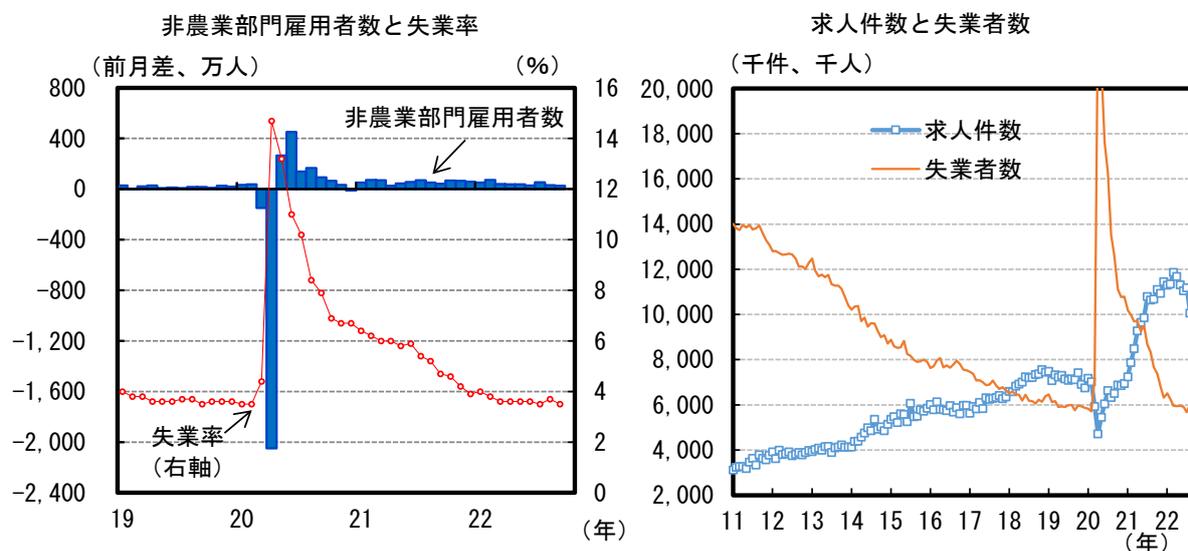
金融環境が緩和すれば、景気に対する抑制圧力だけでなく、インフレ抑制圧力が和らぎかねない。FOMCは市場の期待を高めすぎないようにコントロールし続ける必要があるといえる。しかし、景気の下振れリスクが高まる中では、これまでのような大幅利上げを通じた市場期待の抑制には難易度が高まっていくことが想定され、代替手段が必要となる。具体的には、利上げ幅の縮小が金融引き締めの終了や金融緩和への転換と直接結びつかないようにするために、金融引き締めが継続される期間、そして、その期間を判断する上での基準などを示唆することが考えられる。金融政策の裁量を確保するために明確な期間や基準を設定することは難しく、かつ、景気・物価に対する見通しが異なるFOMC参加者の中でコンセンサスを形成することも困難を伴うことから、11月のFOMCで今後の見通しについて何らかの結論が示される可能性は低い。しかし、市場は米国経済の先行きを見通す上でFOMCの一举手一投足に注目している。金融環境を冷やしすぎず熱しすぎないように市場に対してどのように向き合うか、FOMCは難しいかじ取りを迫られているといえよう。

労働供給の伸び悩みが懸念材料³

2022年9月の雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月差+26.3万人と、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。他方、失業率は同▲0.2%ptの3.5%と市場予想を下回った(改善)ものの、失業率の押し下げ要因は非労働力人口の増加(=労働市場への参入減)であり、労働需給が依然としてタイトな中ではネガティブな要素といえる。最大の懸念材料であるインフレ加速に関して、賃金上昇率や総賃金が前年比でペースダウンしたことはポジティブな結果である。ただし、労働需給がタイトな中で労働参加が減少した点は、賃金上昇圧力、ひいてはインフレ圧力がなかなか緩和されない可能性を示唆している。

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(10/2-10/8)は22.8万件となった。失業保険申請件数は9月末以降に増加しつつあるものの、水準は依然として低いことから、雇用環境は堅調さを維持しているといえる。先行きに関して、労働需要の減退が緩やかに進むことで、雇用環境は徐々に悪化していくと見込む。労働需要に関しては、8月の求人件数が前月差▲111.7万件と大幅に減少した。しかし、求人件数の水準が1,005.3万件と失業者数を大きく上回る状況は続いている。当面は、失業者数の大幅な増加といった雇用環境の急激な悪化は考えにくく、労働需給のタイトさの緩和にも時間を要する可能性がある。

図表4 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

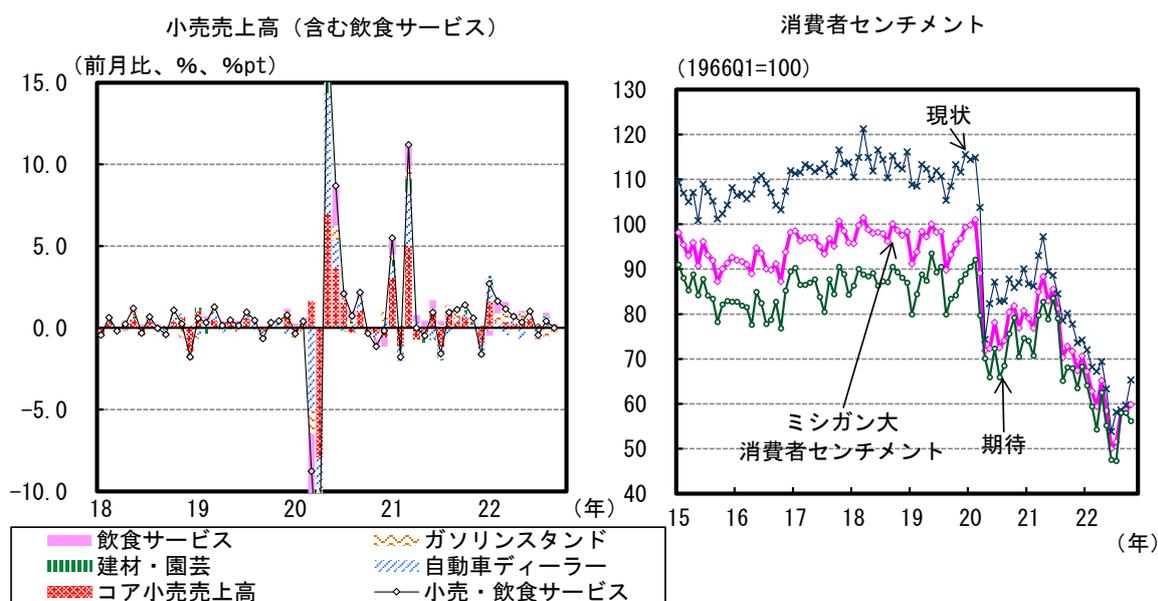
³ 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 矢作大祐「非農業部門雇用者数は前月差+26.3万人」(2022年10月11日) 参照 https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20221011_023317.html

消費者マインドは、現状が改善も期待は悪化

個人消費の動向を確認すると、2022年9月の小売売上高(含む飲食サービス)は前月比+0.0%となり、市場予想(Bloomberg調査:同+0.2%)を下回った。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+0.4%と加速した。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▲1.4%)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▲0.7%)や家電(同▲0.8%)の減少が目立つ。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+0.5%)が底堅く推移するとともに、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+0.7%)、衣服・宝飾品(同+0.5%)が堅調さを維持した。コア小売売上高に関する特殊要因としては、8月にアマゾン・プライムデー(7月)からの反動減となった無店舗販売(同+0.5%)が9月に再びプラスへと転じた。実質ベースの小売売上高については、同▲0.4%と再び減少に転じた。

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、10月が前月差+1.2ptと4ヵ月連続で改善した。しかし、水準は59.8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+5.6pt)が改善した一方で、期待指数(同▲1.8pt)が悪化した。ミシガン大学は、消費者がインフレや景気、金融市場の先行きに対する不確実性に直面しており、消費者マインドの改善は一時的なものにすぎないと指摘している。また、期待インフレに関しても、10月には短期・長期ともに上昇した。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を再認識させる結果となったといえよう。

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



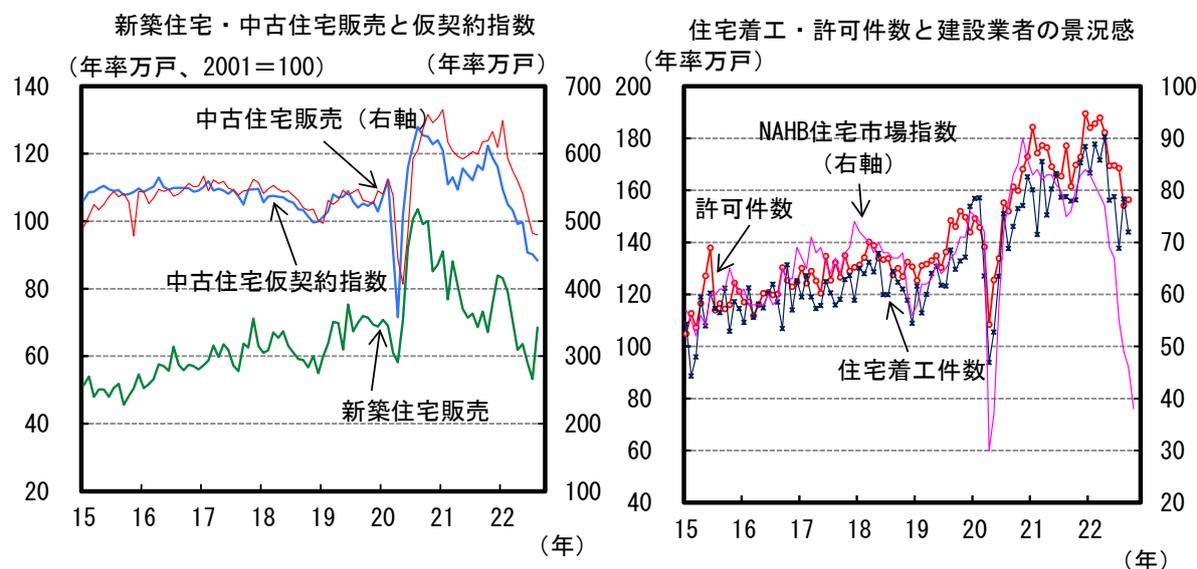
(出所) Census、ロイター/ミシガン大、Haver Analytics より大和総研作成

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、2022年8月の新築住宅販売（戸建）は、前月比+28.8%と3ヵ月ぶりにプラスに転じ、大幅な伸びとなった。他方で、中古住宅販売（コンドミニアム等含む）に関しては、2022年8月は同▲0.4%と7ヵ月連続で減少した。中古住宅販売の先行指数である仮契約指数に関しても8月は同▲2.0%と2ヵ月連続で低下した。住宅ローン金利（30年固定）が7%を超えて上昇しており、住宅ローン申請件数も10月半ばには1997年3月以来の低水準にまで低下した。住宅需要関連指標が総じて悪化していることを踏まえれば、新築住宅販売（戸建）の急増も一時的な振れである可能性が高く、住宅需要の減少傾向は変わらないと判断すべきだろう。

住宅供給に関しては、8月に急増した新築住宅着工は、9月に前月比▲8.1%と再びマイナスに転じた。先行指標である建設許可は同+1.4%と増加に転じたが、8月の大幅減からの反動増としては小幅であり、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10月分は前月差▲8ptと大幅かつ9ヵ月連続で悪化し、水準も38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とコメントしており、今後もFOMCが利上げを進めていくと見込まれる中で2023年は住宅建設が減少するとの見通しを示している。住宅需要そして住宅供給が落ち込んでいるように、住宅市場は全面的な調整局面を迎えており、金融引き締めが終わるまでは回復に転じる見込みは少ないといえよう。

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

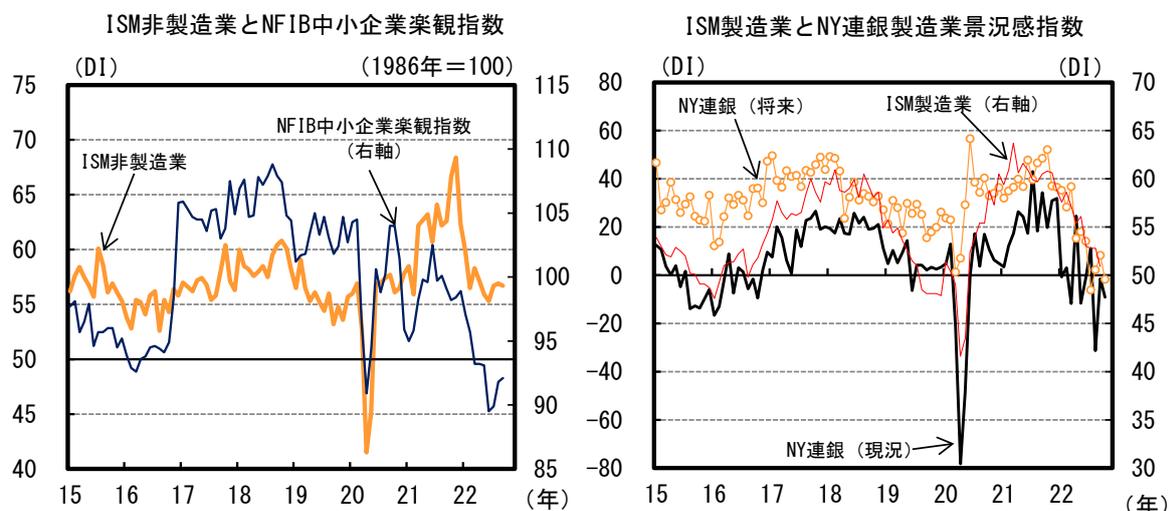
製造業中心にマインドが悪化

2022年9月のISM景況感指数は、製造業が前月差▲1.9%ptの50.9%、非製造業が前月差▲0.2%ptの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、雇用指数、入荷遅延指数が悪化し、非製造業に関しては、事業活動指数、新規受注指数、入荷遅延指数が悪化した。製造業・非製造業ともにマインドが悪化したわけだが、特に製造業に関しては成長したと回答した業種が、18業種中9業種と前月からさらに減少し、2020年5月以来の少なさとなった。コメントを見ると、非製造業に関しては人員不足といったサプライチェーンの混乱がビジネス上の課題として認識されている一方で、製造業に関しては受注や売上の減少を指摘する声が目立つ。

中小企業マインドに関しては、2022年9月のNFIB(全米独立企業連盟)中小企業楽観指数は、前月差+0.3ptと3ヵ月連続で改善し、水準は92.1となった。内訳項目を見ると、実質販売増加に対する期待のマイナス幅が縮小した一方で、景況感の改善に対する期待のマイナス幅は拡大した。NFIBは実質販売増加に対する期待の改善は、エネルギー価格の低下によるものであり、価格が上昇している材料もあると指摘しており、中小企業が直面する困難が大幅に改善しているわけではない。また、中小企業は景気の先行きに対する不確実性が高まっていると認識しており、将来的な設備投資や在庫投資に対して若干消極的になっていることも指摘されている。

9月の企業マインドをまとめれば、製造業中心にマインドが悪化しているといえる。2022年10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、現況指数が前月差▲7.6pt、将来指数は同▲10.0ptとどちらも悪化した。両指数ともに悪化したのは新型コロナウイルスのオミクロン株の感染拡大で景況感が大幅に悪化した2022年1月以来である。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、現状も先行きも悪化したことを踏まえれば、製造業のマインドは当面回復しにくい可能性があるといえる。

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



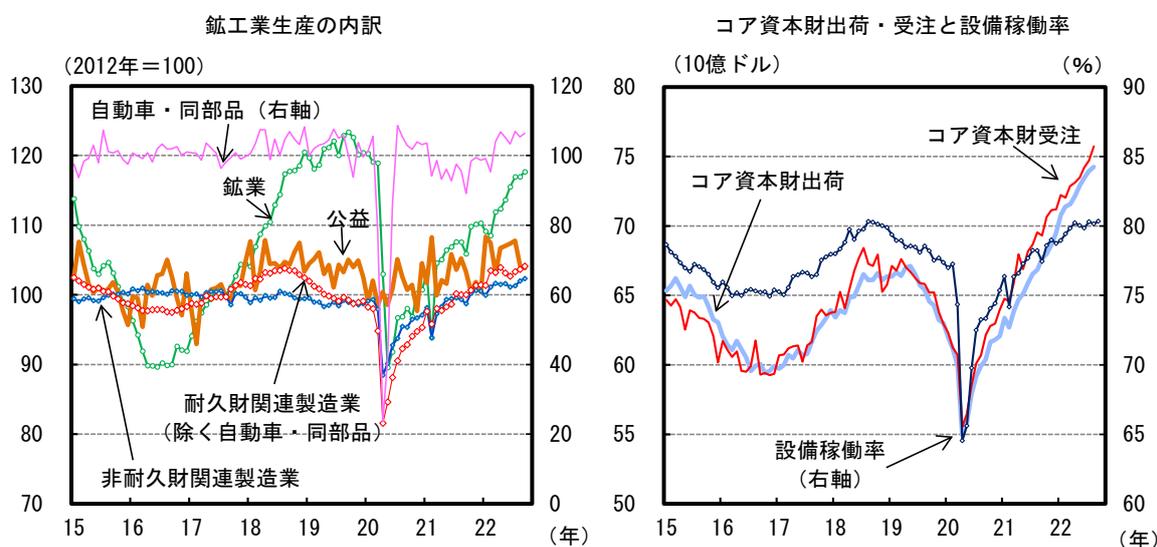
(出所) ISM、NY連銀、NFIB、Haver Analytics より大和総研作成

9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9月の鉱工業生産指数は前月比+0.4%とプラスに転じ、市場予想（Bloomberg調査：同+0.1%）を上回った。内訳を見ると、製造業（同+0.4%）が前月と同様の伸びを維持するとともに、鉱業（同+0.6%）が加速したことに加え、公益（同▲0.3%）がマイナス幅を縮小させた。製造業の内訳を見ると、非耐久財（同+0.3%）が減速した一方で、耐久財（同+0.5%）が加速した。耐久財に関しては、前月の主な押し下げ要因となった自動車・同部品（同+1.0%）や家具・家事用品（同+0.7%）が増加に転じ、木製品（同▲0.4%）のマイナス幅が縮小した。この他、非金属鉱物（同+1.4%）やコンピューター・電子機器（同+1.1%）なども堅調な伸びとなった。非耐久財に関しては、衣服・革製品（同+1.6%）が増加に転じたものの、紙（同▲0.9%）、印刷（同▲1.6%）がマイナスに転じるとともに、石油・石炭製品（同+1.1%）のプラス幅が縮小したことで、全体の伸びを抑制した。四半期ベースで見ると、7-9月期の鉱工業生産は前期比年率+2.9%と4-6月期（同+5.2%）に比べて減速した。ただし、鉱工業生産の水準は既にコロナ禍前（2019年10-12月期）を上回っており、ポストコロナへの移行が進む中では当然の成り行きともいえる。

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8月に前月比+0.4%と減速した一方で、先行指標であるコア資本財受注は同+1.4%と加速した。9月の鉱工業生産がプラスに転じたことから、9月のコア資本財出荷は再び加速することが見込まれる。設備稼働率に関しては前月差+0.2%pt 上昇の80.3%と、依然として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マインドは悪化しており、中小企業は投資に消極的になりつつあることから、設備投資が今後も持続的に増加するという予想は立てにくい。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減速していくことが予想される。

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

足下までの経済指標を踏まえれば、7-9 月期は設備投資がプラス幅を拡大したと見込まれる一方で、住宅投資のマイナス幅が拡大し、個人消費のプラス幅が縮小することで、民間最終消費は伸び悩んだと想定される。ただし、4-6 月期の下押し要因となった民間在庫のマイナス幅が大きく縮小することで、実質 GDP 成長率は前期比年率+2.2%とプラスに転じると予想する。

他方で、米国経済が直面する下振れリスクは高まっている。9 月の CPI の強い結果を受け、11 月の FOMC では引き続き 0.75%pt の利上げを継続することが想定される。さらなる金融引き締めを背景に、10-12 月期の実質 GDP 成長率は減速感を強めるだろう。金融引き締めによって自律的な成長が抑制されている中で、世界経済の減速や金融環境の無秩序なタイト化など外部からのショックに対する耐性が低下している点も懸念材料である。

景気の下振れリスクが高まる中で、必要以上の金融引き締めを実施し、景気を過度に冷やしてしまうことに対する懸念が FOMC 内でも示されており、11 月の FOMC では利上げ幅縮小の議論を開始することが想定されている。米国経済の先行きは、コアサービス価格の取り扱いや金融環境のコントロール方法など、FOMC が利上げ幅縮小の議論に伴う困難をいかに解決していくかにかかっているといえる。

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				
	前期比年率、%												前年比、%			
国内総生産	6.3	7.0	2.7	7.0	-1.6	-0.6	2.2	0.5	0.3	0.2	0.5	0.8				
〈前年同期比、%〉	1.2	12.5	5.0	5.7	3.7	1.8	1.7	0.1	0.6	0.8	0.4	0.5	-3.4	5.7	1.8	0.6
個人消費	10.8	12.1	3.0	3.1	1.3	2.0	1.0	0.9	0.8	0.7	0.9	1.1	-3.8	7.9	2.6	1.0
設備投資	8.9	9.9	0.6	1.1	7.9	0.1	3.8	2.0	1.3	0.5	1.1	1.5	-5.3	7.4	3.4	1.5
住宅投資	11.6	-4.9	-5.8	-1.1	-3.1	-17.8	-23.3	-17.7	-12.4	-8.6	-4.7	-0.8	6.8	9.2	-9.6	-13.1
輸出	0.4	4.9	-1.1	23.5	-4.6	13.8	7.2	5.6	2.6	2.1	2.5	2.8	-13.6	4.5	6.8	4.2
輸入	7.6	7.9	6.6	18.6	18.4	2.2	-5.9	2.5	1.6	1.5	2.0	2.4	-8.9	14.0	8.8	0.9
政府支出	6.5	-3.0	-0.2	-1.0	-2.3	-1.6	2.7	1.0	0.9	1.2	1.5	1.5	2.5	0.5	-0.9	1.2
国内最終需要	9.9	8.2	1.7	2.0	1.3	0.2	0.8	0.5	0.5	0.5	0.8	1.2	-2.5	6.5	1.6	0.6
民間最終需要	10.6	10.7	2.1	2.6	2.1	0.5	0.5	0.4	0.5	0.4	0.7	1.1	-3.6	7.9	2.1	0.5
鉱工業生産	3.1	6.5	3.5	4.8	4.7	5.2	2.9	2.5	1.2	0.6	1.0	1.3	-7.0	4.9	4.4	1.8
消費者物価指数	4.1	8.2	6.7	7.9	9.2	10.5	5.7	5.2	4.9	3.9	3.0	2.9	1.2	4.7	8.1	4.8
失業率 (%)	6.2	5.9	5.1	4.2	3.8	3.6	3.5	3.6	3.8	3.9	4.0	4.0	8.1	5.4	3.6	3.9
貿易収支 (10億ドル)	-197	-204	-219	-225	-283	-253	-204	-196	-193	-190	-188	-187	-654	-845	-937	-756
経常収支 (10億ドル)	-189	-206	-226	-225	-283	-251	-200	-190	-184	-179	-176	-173	-620	-846	-924	-712
FFレート (%)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	1.75	3.25	4.50	4.75	4.75	4.75	4.75	0.25	0.25	4.50	4.75
2年債利回り (%)	0.13	0.17	0.23	0.53	1.44	2.72	3.38	4.44	4.88	4.96	4.81	4.68	0.40	0.27	3.00	4.83
10年債利回り (%)	1.32	1.59	1.32	1.54	1.94	2.93	3.11	4.00	4.46	4.82	4.77	4.68	0.89	1.44	2.99	4.68

(注 1) 網掛けは予想値。2022 年 10 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 新米首相に翻弄された教訓

金融政策と財政政策のバランスをどう取るか

近藤 智也

[要約]

- ロシアによるウクライナ侵攻（約8ヵ月が経過）に伴ってエネルギー・食品価格が高止まり、高インフレ状況の長期化やエネルギー供給への懸念は企業の生産活動や家計の消費行動に重くのしかかっている。金利上昇という新たな要因も加わり、2023年の欧州経済見通しの下方修正が続いている。
- 本格的な冬の寒さを前に、世論の反発をかわしたい各国政府は家計や企業向けの支援策に力を入れている。だが、その規模が過大で、内容が現状に即さないものであると、内外から様々な批判を浴びてしまう。ドイツと英国がその代表例だが、財政的に余裕のあるドイツの場合、巨額な支援策はEU内の競争を歪めて不均衡を招くと批判を受ける。英国では、新政権の経済対策が借金で賄われるという点だけでなく、富裕層向けの減税というピント外れな内容も盛り込まれたことから、世論の歓心を得るはずの対策が、むしろ世論の反発を招き、金融市場からはトリプル安の制裁を浴びた。結局、トラス政権はほぼ白紙撤回に追い込まれ、金利の高止まりと下げ止まらない支持率というレガシーが残った。
- 英国のケースはやや極端だが、高インフレを抑制するために中央銀行が利上げを継続する横で、需要を喚起してしまう財政政策を実行することは、インフレ率に与える影響を考えると、どうバランスを取るかが難しい。

下方修正が止まらない 2023 年見直し ～ 国によってはマイナス成長が視野に

ロシアによるウクライナ侵攻（約 8 ヶ月が経過）に伴ってエネルギー・食品価格が高止まり、高インフレ状況の長期化やエネルギー供給への懸念は企業の生産活動や家計の消費行動に重くのしかかっている。本格的な冬の寒さを前に、世論の反発をかわしたい各国政府は家計や企業向けの支援策に力を入れている。だが、その規模が過大で、内容が現状に即さないものであると、内外から様々な批判を浴びてしまう。

足もとではドイツと英国がその代表例だが、財政的に余裕のあるドイツの場合、巨額な支援策は、EU 内の競争を歪めて不均衡を招くと批判を受けて、(EU 共同の資金調達等で) 妥協を余儀なくされている。一方、英国では、発足間もない新政権の打ち出した経済対策が、十分な財源を確保せずに当面借金で賄うという点だけでなく、このような危機時に富裕層向けの減税というピント外れな内容も盛り込まれたため、国内世論の歓心を得るはずの対策が、逆に世論の反発を招いてしまった。債務膨張を懸念する金融市場からはトリプル安の制裁を浴びて、ポンド下落はインフレを押し上げ、国債価格の大幅下落によって住宅ローン金利は急上昇し、ローンを返済する家計の負担増につながっている。結局、トラス政権は発表から 3 週間余りでほぼ白紙撤回に追い込まれ、金利の高止まりと下げ止まらない支持率等マイナス要素しか残っていない。

英国のケースはやや極端だが、中央銀行が高インフレを抑制するために利上げを継続する横で、需要を喚起してしまう財政政策を実行することは、インフレ率に与える影響を考えるとバランスが非常に難しい。インフレ率を押し上げる要素が強くなれば、金融引き締めは長期化するという悪循環に陥る可能性がある。金利上昇という新たな要因は、企業や家計、そして政府の借入コストを増やすことから、欧州経済見直しには慎重にならざるを得ない。

10 月に IMF が発表したユーロ圏の成長率見直しは、2022 年が 3.1%と 7 月時点よりも 0.5%pt 引き上げられる一方、2023 年は 0.5%と 0.7%pt も下方修正された¹。2023 年の下方修正の一因は、2022 年の上方修正の反動といえよう。個別に 2023 年を見ると、主要国ではドイツとイタリアがマイナス成長に落ち込み、スペインとフランスはプラスを維持する見通しだ。ただ、スペインは 2022 年の上方修正幅以上に引き下げられ、2022-23 年トータルで見ると 3 ヶ月前とほぼ変化がないフランスが堅調といえよう。他のユーロ圏加盟国を見ると、ベルギーやフィンランド、ポルトガル、オランダが 2023 年に 1.0%未満の低成長となる一方、アイルランドやマルタ、キプロスは相対的に高い成長を維持し、エストニアは唯一 2023 年の成長率が前年よりも加速すると予想されている (1.0%→1.8%)。英国の場合、2023 年の下方修正は限定的だったが、2024 年も 0.6%と 1%に届かない低成長が長期化すると想定される。ユーロ圏が 2024 年には回復が見込まれているのとは対照的である。

¹ 2022 年の上方修正に関しては、2021 年の下方修正 0.2%pt の影響という解釈もあろうが、2020 年が 0.3%pt 上方修正された点を踏まえると、2020 年と 2021 年で相殺しあっているという方が自然である。2020 年のコロナ禍の落ち込みが当初よりも小さくなったため、その反動の 2021 年の成長も緩やかになったところだろう。また、2022 年の予想成長率は、1 月時点の 3.9%からウクライナ侵攻直後 (4 月時点) には 2.8%へ大幅に引き下げられたが、やや過剰だったというのが現時点の解釈になろう。

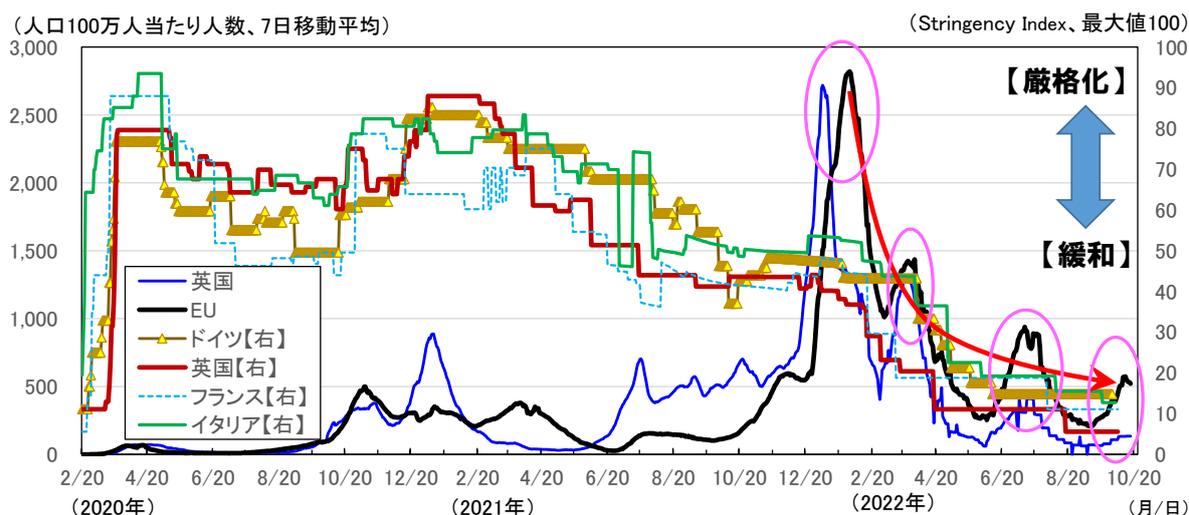
図表1 各機関による経済見通し ～ 2023年はゼロ成長へ

実質GDP 成長率(%)	ユーロ圏			英国			ドイツ			フランス			イタリア			スペイン		
	2022年	2023年	2024年															
ECB (22年3月)	3.7	2.8	1.6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
欧州委員会 (22年5月)	2.7	2.3	-	3.4	1.6	-	1.6	2.4	-	3.1	1.8	-	2.4	1.9	-	4.0	3.4	-
ECB (22年6月)	2.8	2.1	2.1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
欧州委員会 (22年7月)	2.6	1.4	-	-	-	-	1.4	1.3	-	2.4	1.4	-	2.9	0.9	-	4.0	2.1	-
IMF (22年7月)	2.6	1.2	-	3.2	0.5	-	1.2	0.8	-	2.3	1.0	-	3.0	0.7	-	4.0	2.0	-
BOE (22年8月)	2.75	▲1.0	0.25	3.4	▲1.4	▲0.4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ECB (22年9月)	3.1	0.9	1.9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
OECD (22年9月)	3.1	0.3	-	3.4	0.0	-	1.2	▲0.7	-	2.6	0.6	-	3.4	0.4	-	4.4	1.5	-
IMF (22年10月)	3.1	0.5	1.8	3.6	0.3	0.6	1.5	▲0.3	1.5	2.5	0.7	1.6	3.2	▲0.2	1.3	4.3	1.2	2.6

(出所) ECB、欧州委員会、IMF、BOE、OECD 資料より大和総研作成

これまで先行きを見通す際には、常に不透明要因として挙げられてきた“新型コロナウイルス”だが、ウクライナ侵攻やエネルギー問題、高インフレ等によって隅に追いやられた格好だ。2022年を通じて、新型コロナウイルスの新規感染者数は増減を繰り返しながらも、2021年比で高水準を保ち、直近でも冬の到来と共に再び増加し始めている。ただ、感染者増減のピークはスケールダウンしており、各国が実施する行動制限措置は段階的に緩和されてきた。現状の行動制限は過去3年間でほぼ最低レベルまで低下し、日常生活への制約はほぼなくなっている。今後の感染状況次第では、まずは、公共交通機関や屋内等におけるマスク着用が再び義務付けられる可能性はあるが、昨年のような新たな変異株(オミクロン株)出現による感染爆発が生じない限り、経済見通しに対するマイナスインパクトは小さいとみられる。

図表2 新型コロナウイルスの新規感染者数と行動制限措置の変化



(注) Stringency Index は 100 に近づくほど、行動制限措置の内容が厳格であることを示す。

(出所) Our World in Data 資料より大和総研作成

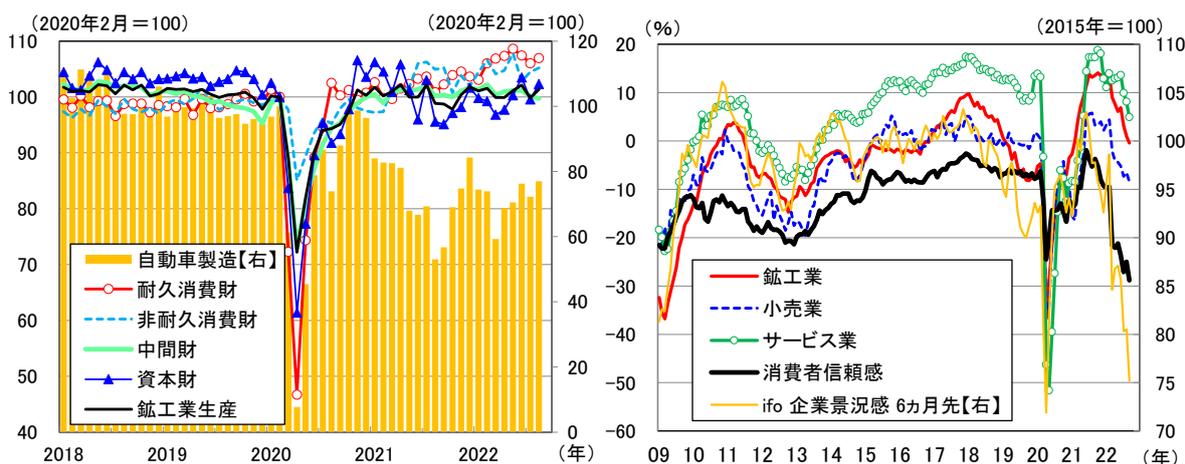
ユーロ圏経済

企業景況感・消費者マインドが一段と悪化する一方、ハードデータはそこまで悪化せず

8月のユーロ圏の鉱工業生産（建設除く）は前月比+1.5%と市場予想を上回る伸びとなり、2ヵ月ぶりに増加した。内訳を見ると、資本財が同+2.8%、耐久消費財（同+0.9%）、非耐久消費財（同+0.7%）と揃って増加したことが全体を押し上げ、2ヵ月連続の減少となった中間財（同▲0.5%）やエネルギー（同▲2.1%）の落ち込みをカバーした。自動車関連は、7月に同▲5.2%と4ヵ月ぶりに減少したが、8月は同+6.5%と再び増加基調に戻っている。国別に見ると、アイルランドが同+16.6%、エストニアが同+5.0%といずれも前月の大幅減の反動が見られた他、主要国では、フランスやイタリアが2%を超える増加、スペインが同+0.5%とプラスに転じる一方、ドイツは同▲0.5%と2ヵ月連続で減少し、明暗が分かれた。

9月のユーロ圏の景況感指数（総合、欧州委員会発表）は93.7と7ヵ月連続で低下し、ウクライナ侵攻以降、悪化が止まらない。統計開始以来最低を更新している消費者マインドを筆頭に、ウェイトの大きい鉱工業とサービス業のみならず、小売業、建設業、指数を構成する全ての項目が前月水準を下回った。引き続き、エネルギー供給不足への懸念や高インフレの長期化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。主要国の中で最も悪化幅が大きかったのがドイツであり、ifo 経済研究所が発表した9月のドイツ企業の景況感指数も20年5月以来の低水準に落ち込んだ。先行き（半年先）・現状とも前月から悪化し、特に先行きの期待はコロナ禍以来の低さである。この結果、長期的平均からの乖離幅で描かれる循環図では、「減速」局面から「危機」局面にシフトし、ifo 経済研究所も“企業の今後数ヵ月に対する悲観論は明らかに高まっており、特に小売業の期待は記録的な低水準に落ち込んでいる。ドイツ経済はリセッションに陥りつつある”と指摘する。2022年に入って、サプライチェーンの問題に直面している製造業企業の割合は低下してきたが、直近8月は再び上昇に転じる等、供給サイドの問題が解消するには時間がかかりそうだ。

図表3 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

自動車市場は好調だが、個人消費を取り巻く環境は厳しいまま

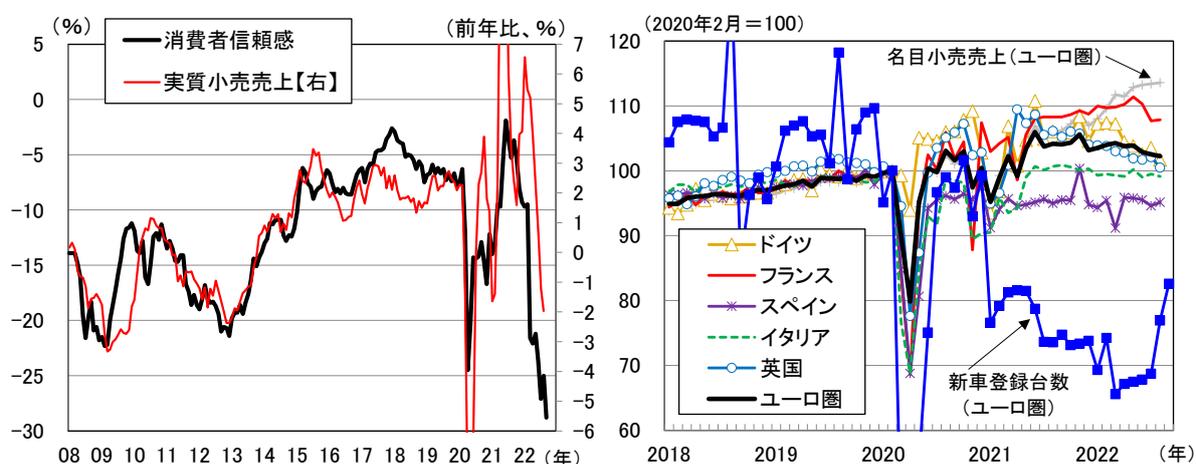
8月のユーロ圏の実質小売売上は前月比▲0.3%と3ヵ月連続で減少し、4月以降、低下トレンドを辿っている。名目ベースでは小幅ながら増加基調を保っており、高インフレが消費者の実質購買力を押し下げているといえよう。非食品（自動車燃料を除く）が3ヵ月ぶりに増加し

たものの、食品・飲料は5ヵ月連続で前月水準を下回り、20年1月以来の低水準である。消費者は最も基礎的な項目の実質支出を我慢しており（食品・飲料の名目ベースでは微増）、これでは消費者マインドは改善しないだろう。国別では、スロベニア（同+7.0%）やルクセンブルク（同+3.8%）、アイルランド（同+3.5%）が大幅に増加する一方、オランダやドイツ、マルタ、オランダはいずれも1%を上回る減少と対照的な結果となった。その他の主要国では、スペインとフランスがプラスに転じたが、過去数ヵ月の落ち込みに比べると僅かな増加に過ぎない。

対照的に、9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+7.4%と8月に続く高い伸びとなり、2020年12月以来の高水準となった。半導体部品等のボトルネックが徐々に緩和されて生産が回復していることを反映しているとみられる。消費者マインドが大幅に落ち込む中でも、これまでの買いたくても買えなかったモノに対する需要（ペントアップ需要）は別腹というところか。依然としてコロナ禍前（2020年2月）を2割近く下回っており、引き続き増加する余地はあるだろう。主要国では、イタリアは5ヵ月ぶりに減少し、フランスも前月からほぼ横ばいとなったものの、ユーロ圏全体の約3割を占めるドイツが同+17.3%、スペインが同+21.2%と増加ペースが加速した他、オーストリアやベルギーも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。また、旅行関連需要も夏場にかけて堅調で、特に域外からの旅行者が増加しており、観光産業のウェイトが大きい南欧にとってはポジティブである。ユーロ安・ポンド安が大幅に進展していることから、自国通貨高を満喫する米国等、域外からの観光旅行者への期待は引き続き大きいだろう。

ただ、域内の消費者に限ると、自動車等一部の例外を除いて総じて節約志向が高まっており、この先の消費動向は抑制されたものとなろう。ECBの消費者を対象にした調査（8月）では、金利上昇を受けて住宅ローン金利の先高観が一段と強まる一方、経済成長率見通しはマイナスのまま、インフレ見通しも高止まりと消費者を取り巻く環境は厳しい。消費支出は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。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が消費者の心理を悪化させている一因と考えられ、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。

図表4 実質小売売上と消費者マインド（左）、欧州各国の実質小売売上と新車登録（右）

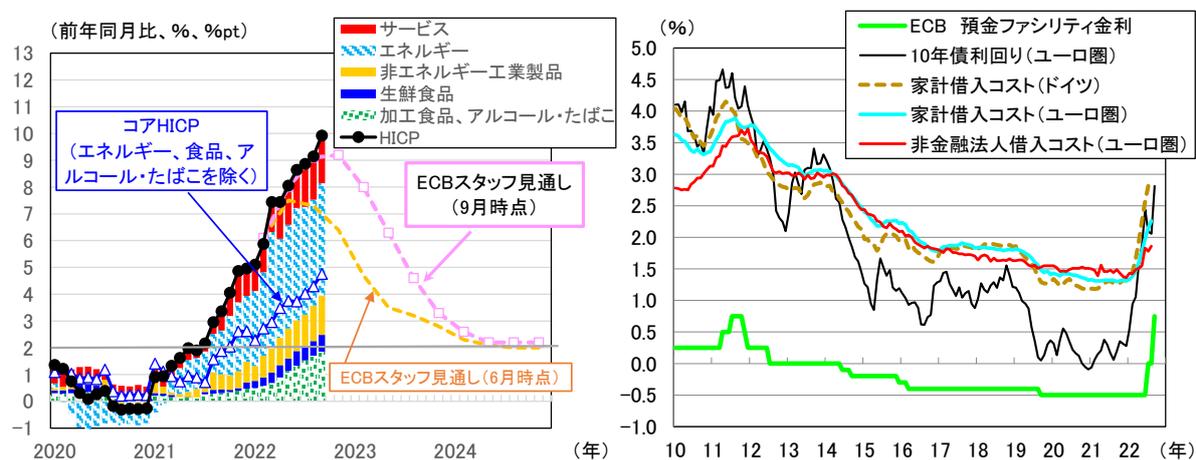


(注) 小売売上は自動車を除く。左図：小売売上は3ヵ月移動平均で計算。右図：凡例内は実質小売売上。
(出所) Eurostat、ECB、Haver Analytics 資料より大和総研作成

ユーロ圏のインフレ率は引き続き ECB の想定を上回る ～ コアにも関心？

9月のユーロ圏のCPI（HICP）は前年比+9.9%（速報値は10.0%）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（同+40.7%）がインフレ率を押し上げる最大の要因である。川上に当たるユーロ圏の原材料価格（エネルギー）の前年比上昇率は鈍化しているが、川下のCPIまで波及するには時間がかかりそうだ。また、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。国別では、エストニアの同+24.1%を筆頭にリトアニア（同+22.5%）、ラトビア（同+22.0%）、オランダ（同+17.1%）等のインフレ率が高く、フランス（同+6.2%）やマルタ（同+7.4%）、フィンランド（同+8.4%）等は低く、両グループの乖離した状況が続いている。最近、一部のECBメンバーはHICP全体だけではなく、コアベースのインフレ率に関しても言及している。9月のコアHICP（エネルギー、食品、アルコール・たばこを除く）は同+4.8%と過去最高を更新し、こちらでもECBの見通し（2022年全体：+3.9%）を上回っているとみられる。

図表5 ユーロ圏のインフレ率の要因分解と ECB の見通し（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。

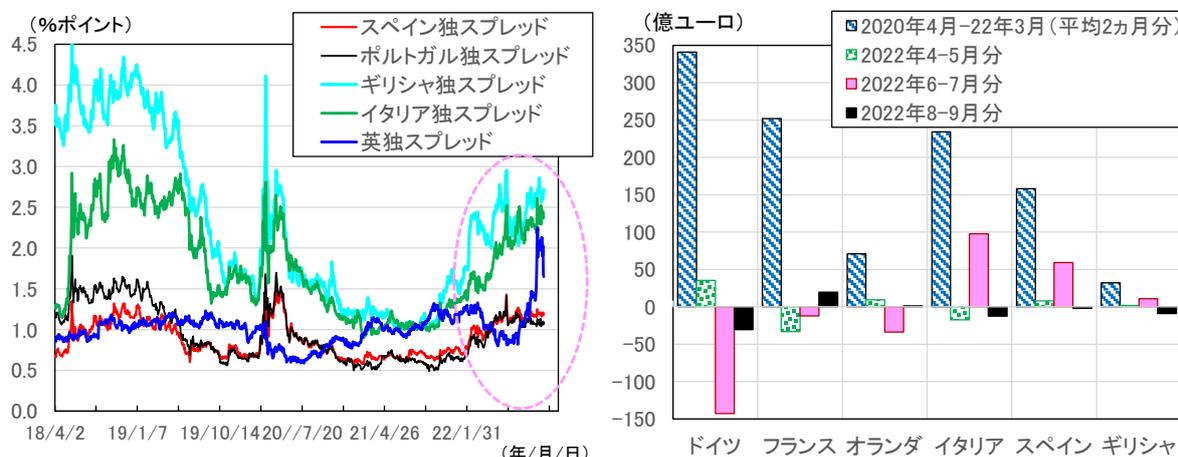
(出所) 欧州委員会、ECB、Haver Analytics 資料より大和総研作成

このようなインフレ状況を踏まえると、ECBは2023年1-3月期にかけて利上げを継続すると予想される。ECBは、9月の声明文の中で今後数回（several）利上げを継続する方針を示し、ラガルド総裁も記者会見で“数回”とは、9月分を含めて2回以上5回未満と言及した。昨年来、前言を翻し続けてきたECBの予告をどこまで信用できるかという問題は残るが、タカ派を含めて、政策金利がターミナルレートに近づけば利上げがややペースダウンするという方向性は共有されている（ただ、個々の想定するターミナルレートには幅がある）。

ECBが保有する証券保有残高は5.1兆ユーロと、コロナ禍前の2.8-2.9兆ドルから大幅に膨らんでいる。利上げが一定水準に達した後は残高をどのように減らしていくかが課題であり、タカ派は早くもバランスシート縮小の方針を検討していくべきという立場だが、バランスシート正常化のスピードにはメンバー間で温度差があるとみられる。なお、残高の約三分之一を占めるパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の8-9月期の純買入れ増減は、6-7月期に比べると、各国のプラスマイナスの幅が小さくなっている。つまり、償還分の金額をそのまま再投資に回

しているということになる。6-7月期には、ドイツやオランダの償還分を、イタリアやスペイン、ギリシャの買入れ増に回して、金利上昇を抑制しようとした。8-9月期のイタリアはマイナスに転じており、ECBが積極的にイタリア対応をしなかったことを示唆している。

図表6 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、Refinitiv、Haver Analytics 資料より大和総研作成

英国経済

トラス新政権に翻弄されたこの1ヵ月

2ヵ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、9月6日の就任早々に、消費者が負担する光熱費を2年間抑制するプラン（エネルギー価格保証）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）と組み合わせれば、値上げ幅は1割以下と限定的になる。さらに、9月23日には、4月に実施された国民保険料引き上げ撤回の他、光熱費に上乘せされるグリーン課税の一時停止、2023年4月に予定されていた法人税率の引き上げの撤回、そして所得税の最高税率・最低税率のそれぞれの引き下げなど公約に掲げた政策を盛り込んだ経済対策「成長計画」を発表した。

消費者向けのエネルギー価格保証や企業向けの光熱費救済スキーム（2つ合わせて600億ポンド）を含めて、トラス政権の経済対策は大規模（過去50年間で最大）で、当初からその財源問題が焦点だったが、十分な財源の裏付けがなく当面借金で賄うという制度設計²は保守党内からも批判を浴び、政府債務の膨張を懸念した金融市場では国債価格の大幅下落（金利上昇）だけでなく、通貨安、株安のトリプル安を引き起こした。今般の金利上昇、特に住宅ローン金利の大幅上昇によって、ローンを返済している家計は近い将来の負担増の恐怖に慄き、高金利でローンが組めずに住宅取得をあきらめる人も出てくると予想される。一方、家計や企業向けのエネルギー対策は規模の大小の違いはあれ、大陸欧州を含め多くの国が実施・計画しており、特に英国では、10月に大幅な値上げを控えて日常生活への懸念から早急な対応が求められていた。従っ

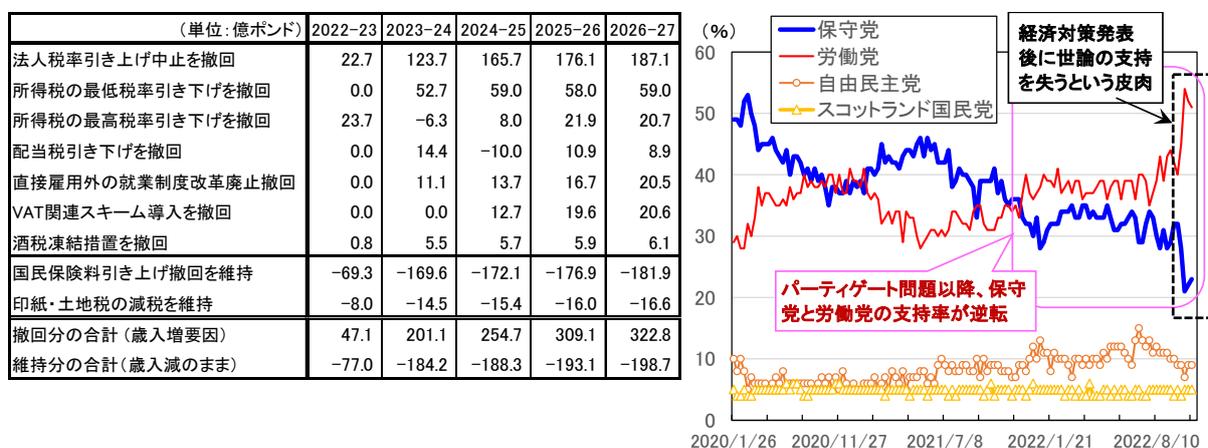
² 一連の経済対策によって、潜在成長の押し上げ等中長期的な成果を期待し、コロナ禍前の2.5%への成長加速で税収が増え、それを債務削減に充てる目論見であった。

て、エネルギー価格保証は大きな批判を招かなかつたが、年収 15 万ポンド以上の富裕層に適用される所得税の最高税率 (45%→40%) の引き下げは、タイミングを含めて強い批判を浴びた。

当初、トラス首相は議会での党首討論で、支出を減らすつもりないと発言する一方、減税策も止める予定ないと述べて、党首選で掲げた公約に固執する姿勢を崩さなかつた。だが、批判に応える有効な対応策を打てず、沈静化しない金融市場の混乱に促される形で、10月3日に所得税の最高税率引き下げを撤回し、10月14日にはクローテング財務相 (当時) の解任発表とともに法人税率引き上げ凍結を撤回し、当初の予定通り 2023 年 4 月から現行の 19% から 25% に引き上げる方針を発表した。選挙中に法人増税は成長を阻害すると批判していただけに、成長加速を目指すトラス首相にとっては大きな打撃といえよう。そして、10月17日、後任のハント財務相が、所得税の最低税率引き下げ撤回や配当税引き下げ撤回等を発表した。最終的には、9月23日発表の減税策のうち、国民保険料引き上げ (2022 年 4 月より実施) の撤回や土地・不動産の取得にかかる印紙・土地税の減税等 (2022・23 年度で計 260 億ポンドの減収インパクト) を除くほとんどが撤回に追い込まれ、目玉のエネルギー価格保証も 2023 年 4 月までに期間が大幅に短縮されてしまった。

党員の多数派の支持を得たものの、議員だけによる予備選挙では一度もトップを取れなかつたトラス首相は、遅くとも 2025 年 1 月までに予定されている総選挙に向けて、成果を早くアピールしたかったのかもしれない。だが、国内世論の歓心を得るはずの対策が、むしろ世論の反発を招いてしまった。世論調査を見ても、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たが、今回の混乱によって一段と差が開き、ダブルスコアの状態である。就任早々に大きくつまづいたトラス政権が低迷状態からなかなか脱せずにいれば、このままでは敗北必至の保守党としては党勢回復の時間的余地もなくなることから、党内から再び看板を挿げ替える誘因が高まろう。もっとも、トラス首相自身が自発的に退陣すれば別だが、首相就任後 1 年間は保守党内で不信任投票は行わない規則であり、党規改正のハードルも高い。

図表 7 幻に終わったトラス政権の減税策 (左)、英国の主要政党の支持率 (右)



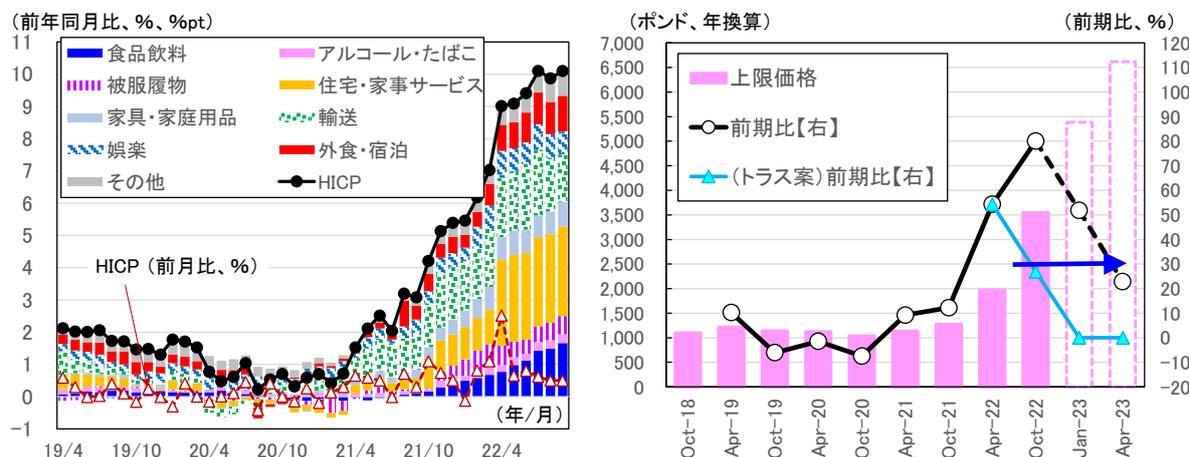
(注) 左図: 符号は歳入へのインパクト。数字は 10 月 17 日リリース資料に基づき、不足分は 9 月 23 日リリース資料で補った。右図: 質問「もし明日総選挙が実施されたら、どこに投票するか?」。

(出所) HM Treasury、YouGov 資料より大和総研作成

9月22日、BOEは9月21日に開催された金融政策委員会において、政策金利を50bp引き上げて2.25%にすると発表した。これで2021年12月に利上げに転じてから7会合連続の引き上げとなるが、今回の決定に関して、9人のBOEメンバーの見解は分かれた。ベイリー総裁を含む5人が50bpの利上げを主張する一方、3人は、高インフレの長期化の他、政府の発表した「エネルギー価格保証」が家計をサポートして需要圧力を高める点にも言及して75bpの利上げを主張した。そして、残り1人は、足もとの景気減速やインフレの二次効果リスクの低下等を理由に25bpの小幅な利上げを求めた。結局、今回の政策判断（50bp利上げ）は5対4の僅差で決まったことになる。同時に、BOEは、10月初めから資産の積極的な削減（これまでの満期償還に加えて資産売却によって、今後12ヵ月で800億ポンド減らして、残高を7,580億ポンドにする）を行うことを全会一致で決めた。

だが、トラス政権が引き起こした市場混乱に対処するために、BOEは緊急対応を迫られた。具体的には、9月28日に、国債買入れを10月14日までの期間限定ながら無制限に実施することで市場安定化を図り、合わせて積極的な資産削減の開始を10月末まで延長することを発表した。もっとも、BOEは、追加の支援を期待する市場や解任されたクローテング財務相（当時）からのプレッシャー（もし支援終了後に混乱が生じたら責任はBOEにあるという見解）を跳ね除けて、予定通り緊急措置を終了した。そして、ハント新財務相による減税策撤回の発表後10月19日、当面は長期国債を売却の対象としない等の配慮はあるものの、BOEは延期していた資産売却を11月1日から開始すると発表した。このように、一連の混乱を収拾する責任は政府にあるとして、BOEは必要最低限の対応にとどめたといえよう。

図表8 英国のHICPの要因分解（左）、英国の電気・ガス料金の上限価格の推移（右）



(注) 左図：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。右図：2023年1月、4月の上限価格は、Cornwall Insight8月26日時点の推計。

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

寒さが厳しくなる中で、一段と力を入れるエネルギー調達と家計・企業向けの支援策

欧州各国とも抱える共通の課題 ～ 英国が残した教訓

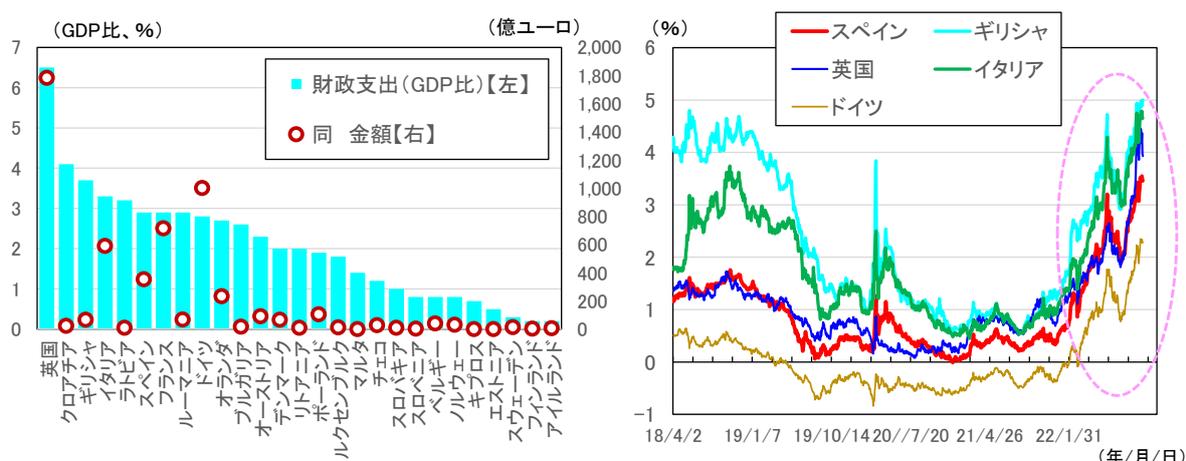
本格的な冬を前に、欧州各国政府は、家計の負担増を緩和するためにガスや電力料金にかかる付加価値税（VAT）の軽減や支援金給付といった貧困層対策、電力料金の上限設定・ガス料金凍

結等、様々な追加対策を導入しようとしてきた。IMF の Fiscal Monitor の分析によると、エネルギーや食品の価格上昇に対して、先進国の 75%が消費税の調整、72.2%がバウチャーや割引、55.6%が現金給付、44.4%が価格補助といった対策を 2022 年上期に導入したという。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）を発表した。

その一方で、どの国も対策の財源確保に苦勞している。実際、財源の手当てが不十分な場合の恐怖は、前述した英国が経験したこの 1 ヶ月を見て、各国とも明日は我が身と肝に銘じたであろう。主な財源としては、エネルギー価格高騰の恩恵を受けている等、超過利潤を計上している企業がターゲットになっている他、スペイン政府は銀行に対する課税強化も計画している。

そのような中、英国に次ぐ規模の財政支出を実施しているドイツが、9 月 29 日に最大 2,000 億ユーロの大型経済対策を打ち出した。家計に対するガス賦課金導入の取り止めや VAT 引き下げ等も実施される等、具体化作業を進めているが、内外に火種を抱えている。国内では、連邦政府と州政府が費用負担を巡って揉めており、対応が遅いと批判されている。一方、対外的には、EU の他の加盟国から、ドイツの抜け駆け的な突出した対応に批判が集まっている。すなわち、ドイツ独自の積極的な対応は EU の政策協調を乱し、域内の公平な競争を歪めるという批判が、主に財政的に余裕がなく独自策が打てない国から上がっている。これらの国は EU 全体でカバーする対応、例えば、コロナ禍で決まった EU 復興基金のエネルギー危機バージョンを求めている。各国からの批判を回避したいドイツは、EU 復興基金にはあった補助金ではなく（返済が求められる）融資という条件付きながら、儉約国として消極的だった EU 共同債発行による資金調達に前向きな姿勢を示している。

図表 9 エネルギー危機に対する各国の財政支出（左）、欧州各国の長期金利の推移（右）

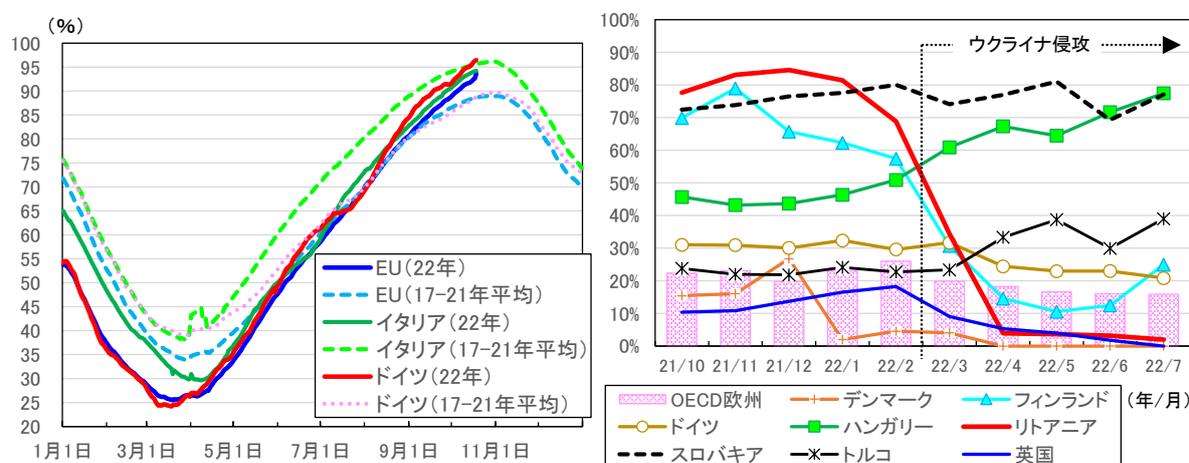


ドイツをはじめとする EU 各国は、冬の到来に備えてガスの貯蔵率を引き上げることに努めており、10月18日現在のEUの貯蔵率は93.7%となっている。11月1日時点には95%まで高めるといふより高い最終目標を設定しているドイツの貯蔵率は96.5%まで高まり、実現が難しいとみられていた最終目標をクリアした。今後は暖房用のガス使用量が増える需要期に入ることから、貯蔵率の低下度合いに注目が集まるだろう。

ここまで順調に貯蔵率を高められてきた背景には、調達の多様化とともに、節ガスが効いていると考えられる。ドイツネットワーク庁によると、ドイツのガス使用量は、家庭用や産業用を合わせて節約が進んでいる。ロシアが様々な理由をつけてパイプライン経由の供給量を減らし始めた6月以降で見ると、2018-21年平均に比べて、家庭用等は14%、産業用は19%それぞれ使用量が減っており、着実に節ガスが進んでいるといえよう。ただ、ガスの使用量のうち家庭用等が4割、産業用が6割であるドイツの場合、特に家庭用等は10月から3月の半年間で、年間消費量の四分の三以上を占める。これから冬という本格的な需要期を迎え、どれだけ維持できるか注目される。また、EU内で現在検討されているガス価格の上限設定は、価格次第では逆にガス消費量を増やしてしまう恐れもあることから、制度設計のバランスが難しいだろう。

ちなみに、8月までは過去10年間の平均を上回る気温で推移してきたが、9月は一転して平均を下回り、5年ぶりに低い気温となった。一段と気温が低下して厳冬になればそれだけ消費量は増えてしまい（貯蔵量の減り方は加速し）、政府は一段と厳しい対応（一層の節ガスを求める、家庭用を優先して産業向けを減らす（生産活動への影響は避けられず）、家庭向けも配給制にする（個人消費にもマイナス））を迫られる可能性がある。また、仮にこの冬を乗り切ったとしても、ロシアからの調達に期待できない現状のままでは貯蔵に不透明な要素が多く、むしろ2023年冬の方がより厳しい需給環境になる恐れがある。EUの経済制裁第6弾で決めた通り、年末から年始にかけて海上輸送のロシア産石油の輸入禁止のタイミングを迎え、多くの加盟国がロシア依存度を下げているが、中には逆に依存度を高めている国もあり、ロシアとの付き合い方は一筋縄ではいかない。まだ対応が流動的なガスとなれば、さらに調整が困難であろう。

図表 10 欧州のガス貯蔵率の推移（左）、石油のロシア依存度の推移（右）



(注) 右図：石油輸入全体に占めるロシアからの輸入の割合。

(出所) Gas Infrastructure Europe (AGSI+)、IEA 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	-0.3%	8.2%	9.3%	2.1%	2.4%	3.3%	-0.9%	-1.4%	-0.4%	0.8%	1.2%	1.8%	5.3%	3.0%	0.1%
家計消費支出	-7.5%	13.9%	20.2%	-0.8%	-0.3%	4.2%	0.5%	-0.1%	0.4%	0.9%	1.6%	2.0%	3.7%	3.7%	0.9%
政府消費支出	-0.2%	8.7%	-0.7%	2.7%	0.9%	2.4%	0.4%	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%	0.6%	4.3%	1.7%	0.6%
総固定資本形成	-9.2%	7.2%	-2.9%	14.3%	-3.1%	3.0%	0.8%	-1.8%	0.6%	1.6%	2.0%	2.5%	3.7%	2.3%	0.8%
輸出等	3.7%	10.5%	8.9%	10.6%	6.0%	6.9%	2.5%	2.0%	2.8%	3.0%	3.5%	3.4%	10.5%	6.9%	3.0%
輸入等	-3.4%	12.4%	9.4%	20.1%	-0.9%	6.6%	3.6%	3.2%	4.2%	3.4%	4.1%	3.7%	8.3%	7.1%	3.9%
前年同期比（除く失業率）															
国内総生産	-0.8%	14.2%	3.9%	4.8%	5.5%	4.3%	1.7%	0.9%	0.2%	-0.5%	0.0%	0.8%	5.3%	3.0%	0.1%
家計消費支出	-5.0%	12.3%	3.0%	5.9%	7.9%	5.5%	0.9%	1.1%	1.2%	0.4%	0.7%	1.2%	3.7%	3.7%	0.9%
政府消費支出	3.2%	8.8%	2.8%	2.6%	2.9%	1.3%	1.6%	1.1%	1.0%	0.5%	0.4%	0.4%	4.3%	1.7%	0.6%
総固定資本形成	-5.5%	18.9%	2.1%	2.0%	3.6%	2.6%	3.5%	-0.3%	0.6%	0.3%	0.6%	1.7%	3.7%	2.3%	0.8%
輸出等	-0.3%	26.2%	10.5%	8.4%	9.0%	8.1%	6.5%	4.3%	3.6%	2.6%	2.8%	3.2%	10.5%	6.9%	3.0%
輸入等	-5.6%	22.2%	10.3%	9.3%	10.0%	8.6%	7.1%	3.1%	4.4%	3.6%	3.7%	3.8%	8.3%	7.1%	3.9%
鉱工業生産（除く建設）	4.7%	23.6%	5.7%	0.4%	-0.1%	0.3%	1.0%	0.7%	-0.1%	-0.9%	-0.3%	0.3%	8.0%	0.5%	-0.2%
実質小売売上高	2.4%	12.1%	2.4%	4.1%	5.2%	0.6%	-0.7%	0.4%	1.5%	2.5%	2.2%	2.5%	5.1%	1.4%	2.2%
消費者物価	1.1%	1.8%	2.8%	4.6%	6.1%	8.0%	9.3%	9.6%	8.2%	6.6%	4.6%	3.0%	2.6%	8.3%	5.5%
生産者物価	2.1%	9.2%	14.0%	24.0%	33.1%	36.5%	41.9%	43.7%	36.6%	29.5%	18.6%	10.0%	12.3%	39.1%	22.7%
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	38.7	27.1	-16.5	-41.1	-96.1	-19.8	-22.2	-21.0	-15.8	-12.2	-9.6	117.2	-179.2	-58.5
経常収支	99.2	89.2	68.3	24.5	17.4	-37.0	32.6	32.6	32.2	34.5	36.3	38.9	281.3	45.6	141.9
財政収支	-202.2	-191.2	-121.6	-108.8	-75.1								-627.1	-497.6	-381.3
独 国債10年物（期中平均）	-0.42%	-0.22%	-0.37%	-0.24%	0.16%	1.09%	1.35%	2.33%	2.62%	2.80%	2.72%	2.65%	-0.31%	1.23%	2.70%
欧 政策金利（未値）	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.25%	2.50%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	0.00%	2.50%	3.00%

(注) 網掛け部分は大和総研予想（2022年10月19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%	28.8%	7.3%	6.6%	2.8%	0.9%	-2.9%	-1.2%	2.5%	-2.7%	-0.5%	1.0%	7.5%	4.1%	-0.4%
家計消費支出	-13.6%	47.6%	12.1%	2.7%	2.5%	0.3%	0.1%	0.2%	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%	6.2%	5.0%	0.3%
一般政府消費支出	0.4%	33.7%	1.0%	5.6%	-4.4%	-6.0%	1.2%	1.5%	0.8%	0.4%	0.4%	0.4%	12.6%	0.9%	0.4%
総固定資本形成	-5.5%	11.0%	2.7%	4.8%	14.6%	-5.5%	-2.5%	3.0%	8.3%	-5.3%	-1.5%	1.0%	5.6%	4.1%	0.7%
輸出等	-24.5%	32.5%	-14.0%	49.0%	-16.8%	15.0%	6.5%	3.1%	1.1%	1.5%	2.3%	2.9%	-0.3%	6.4%	3.3%
輸入等	-41.0%	14.0%	18.5%	4.5%	52.9%	-5.7%	3.3%	3.0%	4.5%	1.2%	1.8%	3.5%	2.8%	14.8%	2.4%
前年同期比（除く失業率）															
国内総生産	-7.8%	24.3%	8.5%	8.9%	10.9%	4.4%	1.8%	-0.1%	-0.2%	-1.1%	-0.5%	0.1%	7.5%	4.1%	-0.4%
家計消費支出	-12.8%	24.7%	7.7%	10.1%	14.9%	4.3%	1.4%	0.8%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%	6.2%	5.0%	0.3%
一般政府消費支出	0.5%	32.1%	12.0%	9.4%	8.1%	-1.0%	-1.0%	-2.0%	-0.7%	0.9%	0.7%	0.5%	12.6%	0.9%	0.4%
総固定資本形成	-4.1%	20.9%	5.2%	3.1%	8.2%	3.9%	2.6%	2.1%	0.7%	0.7%	1.0%	0.5%	5.6%	4.1%	0.7%
輸出等	-13.9%	5.7%	2.1%	6.4%	9.0%	5.2%	11.0%	1.2%	6.3%	3.0%	2.0%	1.9%	-0.3%	6.4%	3.3%
輸入等	-9.9%	22.3%	8.7%	-4.5%	21.2%	15.6%	11.7%	11.3%	1.2%	3.0%	2.6%	2.7%	2.8%	14.8%	2.4%
鉱工業生産	6.2%	23.6%	3.9%	-1.3%	-1.7%	-2.5%	-3.1%	2.7%	2.7%	2.3%	2.6%	3.2%	7.4%	-1.2%	2.7%
実質小売売上高	-1.0%	23.0%	0.7%	1.1%	6.3%	-5.9%	-3.2%	-0.2%	2.1%	3.1%	2.6%	2.2%	5.4%	-0.9%	2.5%
消費者物価	0.6%	2.1%	2.8%	4.9%	6.2%	9.2%	10.0%	9.4%	9.0%	7.6%	6.4%	4.4%	2.6%	8.7%	6.8%
生産者物価（出荷価格）	1.2%	4.2%	6.2%	9.2%	10.8%	15.5%	16.4%	13.8%	13.1%	10.9%	8.7%	5.9%	5.2%	14.2%	9.5%
失業率	4.9%	4.7%	4.3%	4.0%	3.7%	3.8%	3.6%	3.8%	3.9%	4.0%	4.2%	4.4%	4.5%	3.7%	4.1%
10億英ポンド															
貿易収支	-39.0	-31.4	-45.5	-38.0	-67.8	-62.3	-44.9	-45.0	-46.6	-46.5	-46.4	-46.9	-153.8	-220.0	-186.4
経常収支	-12.3	-6.9	-23.1	-3.2	-43.9	-33.8	-24.3	-24.3	-24.9	-24.8	-24.7	-25.1	-45.6	-126.2	-99.5
財政収支	-40.0	-57.9	-35.0	-26.9	-4.7	-41.3							-159.8		
国債10年物（期中平均）	0.61%	0.87%	0.71%	0.95%	1.42%	2.04%	2.66%	3.95%	3.98%	3.87%	3.78%	3.72%	0.79%	2.52%	3.84%
政策金利（未値）	0.10%	0.10%	0.10%	0.25%	0.75%	1.25%	2.25%	3.50%	4.25%	4.25%	4.25%	4.25%	0.25%	3.50%	4.25%

(注) 網掛け部分は大和総研予想（2022年10月19日時点）。

(出所) ONS、イングランド銀行、大和総研

中国経済 見通しに代えて

習近平氏「一強体制」の弊害と党大会「報告」経済分野のポイント

齋藤 尚登

[要約]

- 2022年10月17日16時（中国時間）に、中国国家统计局のサイトの主要経済統計情報発表スケジュールが更新され、10月18日10時（同）に発表予定であった7月～9月のGDP統計など主要経済統計の発表が延期された。なぜこのようなことが起きたのであろうか。筆者は習近平氏「一強体制」の弊害が最大の要因であると考えている。習近平氏に見いだされたい、重用してもらいたい人たちは、習氏からのプラスの評価獲得のために仕事をし、忖度・忠誠合戦が繰り広げられることになる。もちろん、習近平氏の指示があった可能性も否定できないが、その場合はなおさら問題である。鶴の一声で道理や合理性が吹き飛ぶことを意味するからである。
- 習近平総書記による党大会「報告」の経済に関わる部分を見ると、質の高い発展やイノベーション重視など、従来路線の踏襲が多い。問題は基本方針・政策を実現する際に矛盾や軋轢が生じやすいことである。習近平氏の「一強体制」の下で、こうした弊害がますます深刻化しないかが懸念される。

突然の GDP 統計発表延期、懸念される習近平氏「一強体制」の弊害

2022年10月17日16時（中国時間）に、中国国家統計局のサイトの主要経済統計情報発表スケジュールが更新され、10月18日10時（同）に発表予定であった7月～9月のGDP統計など主要経済統計の発表が延期された。スケジュール表の日時が「延期」という文字に変わっただけで、公告も背景説明なども一切なかった。中国国内メディアは延期の事実でさえ、報道をしておらず、箝口令が敷かれた可能性が極めて高い。こうした対応は適切ではない。たとえ疑問符が付くとしても延期の理由・背景は明らかにすべきであるし、発表予定日の再設定もするべきであった。何もしなければ憶測がさらなる憶測を呼ぶことになる。

情報開示の拙さで思い出されるのは2015年8月の「人民元ショック」（チャイナ・ショック）である。2015年8月11日、中国人民銀行が人民元の対米ドル基準レートの算出方法の変更を発表し、元安に設定した。これは、人民元のSDR（特別引出権）採用を巡りIMFが問題視していたマーケットレートと基準レートの僅かな乖離を是正することが目的であったが、こうした説明はなされなかった。このため、中国政府が輸出テコ入れのため元安誘導に踏み切り、通貨安戦争が始まるといった疑心暗鬼からASEAN各国の通貨が売られた。さらに、元安誘導をせざるを得ないほど中国の景気は悪化しているとの思惑から日本株が大幅安になるなど、世界の為替・株式市場の動揺を招いた。こうした中、中国人民銀行は意図せざる元安進展を阻止するために、「元買い・米ドル売り介入」を積極的に行い、外貨準備は急減した。元安進展と外貨準備の急減、そしてスパイラル的な元安への懸念が、2015年8月と2016年1月の中国株急落を伴う「チャイナ・ショック」の引き金となったのである。

今回、マーケットに動揺は見られない。しかし、習近平政権は何か大きなものを失った気がしてならない。なぜGDP統計の発表が突然延期されたのであろうか。筆者は習近平氏「一強体制」の弊害が最大の要因であると考えている。習近平氏に見いだされたい、重用してもらいたい人たちは、習氏からのプラスの評価獲得のために仕事をし、忖度・忠誠合戦が繰り広げられることになる。今回で言えば、「党大会期間中に、年間の成長率目標である前年比5.5%前後（以下、変化率は前年比、前年同期比、前年同月比）を大幅に下回る経済データを発表してはいけないのではないか」「祝賀ムードに水を差しては習近平氏の不興を買うのではないか」といった忖度が行われた可能性がある。もちろん、習近平氏の指示があった可能性も否定できないが、その場合は、なおさら問題である。鶴の一声で道理や合理性が吹き飛ばすことを意味するからである。

今回の問題は、統計の信頼性の問題にとどまらない。習近平氏「一強体制」の下で中国は本当に大丈夫なのか、という根本的な疑問が投げかけられているのではないか。「一強体制」では、習近平氏が一度始めた政策がたとえ誤りであったとしても途中での軌道修正が難しくなる。「ゼロコロナ政策」への固執は最たるものであろう。さらに、忖度・忠誠合戦は、政策の立案・遂行が習近平氏の意図に反して、あるいはそれを超えて暴走するリスクをはらむ。2021年夏の二酸化炭素排出削減が俄かにクローズアップされたために発生した石炭燃焼抑制による電力不足や、オンラインゲーム規制（週末の夜8時～9時しか使用できない）、学習塾の非営利団体への突然の移行（学習塾の約9割が倒産）などがその代表例といえるだろう。

豚肉価格の急上昇が消費者物価を押し上げ。9月の資金調達は大幅に増加

2022年7月～9月のGDP統計をはじめ、9月の主要経済指標が予定日に発表されない異常事態を受け、大和総研の中国経済見通しレポートもそれに代わるものとせざるを得ない。よって、本レポートでは9月のデータが発表された物価統計と金融統計に関するコメントと、党大会における習近平総書記の「報告」から経済に関わる部分の骨子を紹介することにする。

2022年9月の工業製品出荷価格指数は+0.9%（8月は+2.3%）にとどまった。直近のピークである2021年10月の+13.5%から上昇率の鈍化傾向が強まっている。背景には、①比較対象となる前年同月が高い伸び率であった反動、②景気回復が鈍く、特に不動産市場の落ち込みが続いているとみられること（鉄鋼精錬・圧延加工工業品は-18.0%）、③価格統制強化の影響などを受けて、石炭採掘・選鉱業品の価格が前年割れとなったこと、などがある。

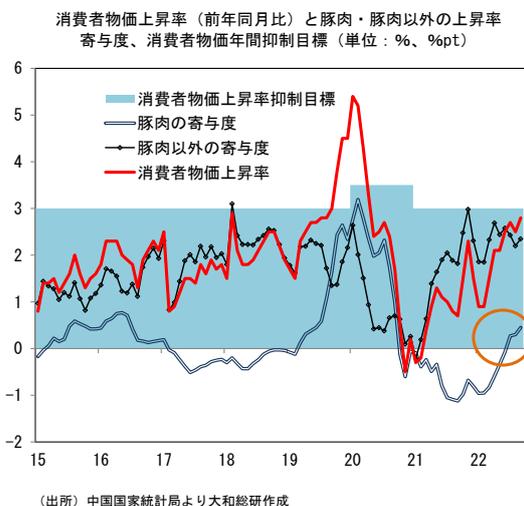
一方で、2022年9月の消費者物価上昇率は+2.8%となり、8月の+2.5%から上昇ペースをやや速めた。このうち1.6%ptが食品価格の上昇によるものである。中でも豚肉価格は+36.0%となり、これだけで消費者物価全体を0.5%pt押し上げた。豚肉価格は周期的に大きく変動し、物価全体に大きな影響を与えることがある。これは主に豚肉供給量の変動によるもので、価格高騰⇒飼育頭数・供給増加⇒価格暴落⇒飼育頭数・供給減少⇒価格高騰、という、いわゆる「ピッグ・サイクル」が存在する。豚肉価格は2022年7月に、2020年10月から21カ月続いた下落局面から脱したばかりであり、しばらくの間は上昇を続ける可能性が高い。

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～9月の平均は2.0%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だけに、消費者物価の動向、中でも豚肉価格の動向には注意が必要であろう。

工業製品出荷価格の推移



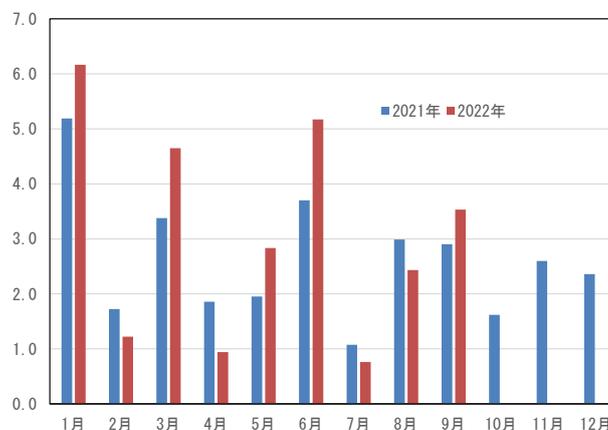
消費者物価上昇率の推移



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。前者は年内2回目の、後者は3回目の利下げであった。さらに、1軒目の住宅ローン金利について、中国人民銀行と中国銀行保険監督管理委員会が下限を「LPR5年物-0.2%」まで下げてよいとの通達をしており（5月15日付け）、下限は4.10%が適用されていた。さらに、9月29日には、6月～8月の住宅価格が前月比、前年同月比ともに3カ月連続で下落した都市に限り、1軒目の住宅ローン金利の下限をさらに引き下げてよい旨の通達が発出された。これにより、複数の都市で住宅ローン金利が4%以下となっている。

2022年9月の社会資金調達金額（金融システムから経済に供給された資金のネットの増減額）は人民元貸出の急増（44.9%増）を牽引役に、21.6%増となった。1月～9月は11.9%増であった。2022年は四半期末を中心に人民元貸出が潤沢に実施されている。9月については、恐らく新たな資金調達が認められたインフラ投資向けや、設備の改造・更新のための低利の特別貸出の実施を受けた製造業向けが伸長したほか、一部が住宅建設の工事再開に向けられた可能性がある。ただし、住宅市場の底打ちについては、不動産開発投資や住宅販売など関連指標の発表を待つて判断する必要がある。

社会資金調達金額のネットの増減額（2021年と2022年の比較）（単位：兆人民元）



（注）社会資金調達金額の増減額は、金融システムから経済に供給された資金（人民元貸出など）のネットの増減額
（出所）中国人民銀行より大和総研作成

習近平総書記の党大会「報告」の経済に関わる部分の骨子

2022年10月17日付け大和総研レポート「20回党大会、習・李氏は対立ではなく補完？」では、習近平総書記の「報告」について、「中国式現代化」「今後5年の目標・任務」「中台統一に武力行使の放棄を約束せず」の3つのキーワードをもとに、中国の今後の基本方針を解説した。このレポートでは、「報告」の経済に関わる部分について、その骨子を示すことにする。

「報告」は全15章からなり、経済に関わる各論は、4章「新たな発展の形の構築を加速し、質の高い発展の推進に力を入れる」、5章「科学教育興国戦略を実施し、人材による現代化建設へのサポートを強化する」、9章「民生福祉を増進し、人民生活の質的向上を図る」、そして11章「国家安全保障システム・能力の現代化を推し進め、断固として国家安全保障と社会の安定を確保する」の一部である。11章で経済に関わるのは経済安全保障の部分であり、「報告」では、「重点分野の安全保障能力の整備に力を入れ、食糧、エネルギー・資源、重要産業チェーン・サプライチェーンの安全保障を確保する」としている。4章、5章、9章の骨子は以下の通りである。

4章「新たな発展の形の構築を加速し、質の高い発展の推進に力を入れる」

質の高い発展は社会主義現代化国家の全面的建設の最重要任務である。

- (1) ハイレベルの社会主義市場経済体制を構築する。社会主義の基本的経済制度を堅持し充実させ、いささかも揺らぐことなく公有制経済を打ち固めて発展させ、いささかも揺らぐことなく非公有制経済の発展を奨励・支援・リードし、資源配分において市場に決定的な役割を十分に果たさせ、政府の役割をよりよく発揮させる、
- (2) 現代化産業システムを構築する。経済発展の重点を实体经济に置くことを堅持し、新しいタイプの工業化を推進し、製造強国・品質強国・宇宙開発強国・交通強国・インターネット強国・「デジタル中国」の建設を加速させる、
- (3) 農村振興を全面的に推し進める、
- (4) 地域間の調和した発展を促進する、
- (5) ハイレベルの対外開放を推進する。我が国の超大規模市場の優位性をよりどころとし、国内大循環によって世界のリソースを集め、国内・国際の2つの市場、2つの資源の相乗効果を高め、貿易・投資協力の質とレベルを高める。

5章「科学教育興国戦略を実施し、人材による現代化建設へのサポートを強化する」

教育・科学技術・人材は社会主義現代化国家の全面的建設の基礎的で戦略的な支えである。

- (1) 人民に満足してもらえる教育をしっかりと行う。教育の根本は徳育にある、
- (2) 科学技術イノベーションシステムを整備する。イノベーションを我が国の現代化建設の核心に据えることを堅持する、
- (3) イノベーション駆動型発展戦略の実施を加速させる。世界の科学技術の最先端、経済の主戦場、国家の重要需要、人民の生命と健康を見据えることを堅持し、ハイレベルの科学技術の自立自強の早期実現を図る、
- (4) 人材強国戦略を踏み込んで実施する。才徳兼備で質の高い人材を数多く育成することは、国家と民族の長期的発展に関わる大計である。

9章「民生福祉を増進し、人民生活の質的向上を図る」

- (1) 分配制度を充実させる。分配制度は共同富裕促進の基礎的的制度である。労働に応じた分配を主体に多様な分配方式を並存させることを堅持し、一次分配・二次分配（税制や社会保障制度、移転支出を通じた再分配）・三次分配（寄付・慈善活動）を適切に組み合わせる制度システムを構築する、
- (2) 雇用優先戦略を実施する、
- (3) 社会保障システムを整備する、
- (4) 「健康中国」の建設を推進する。

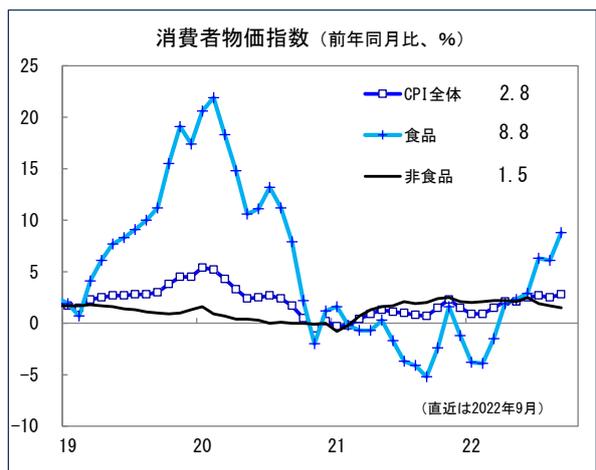
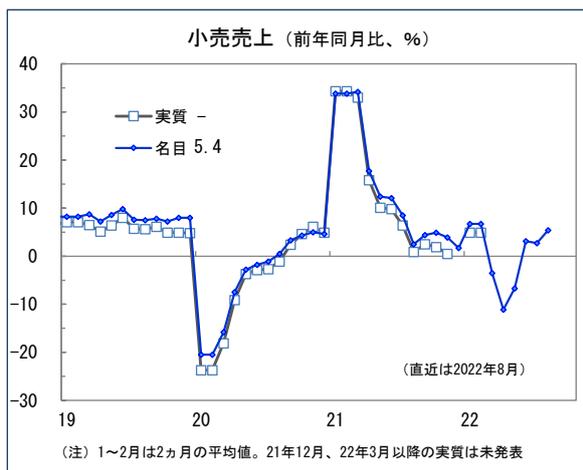
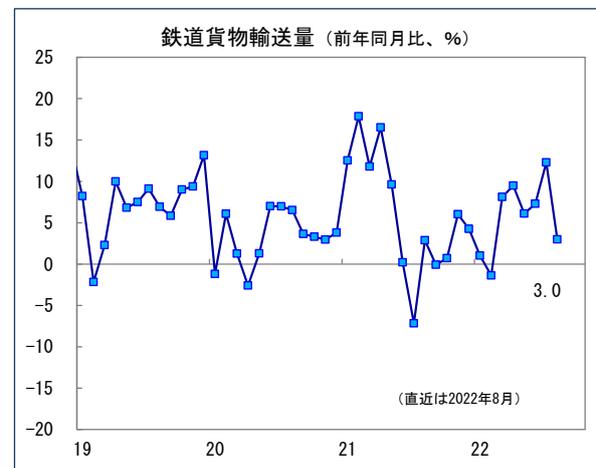
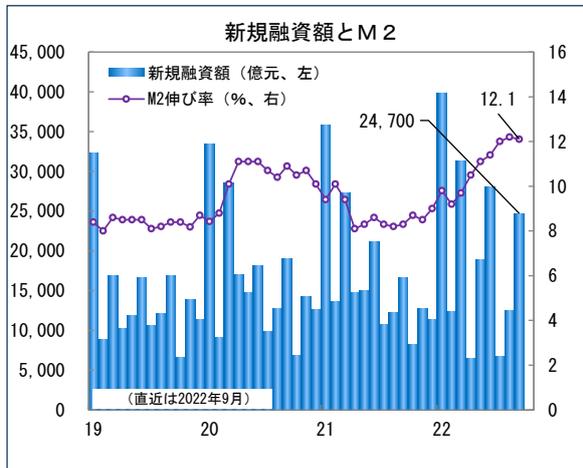
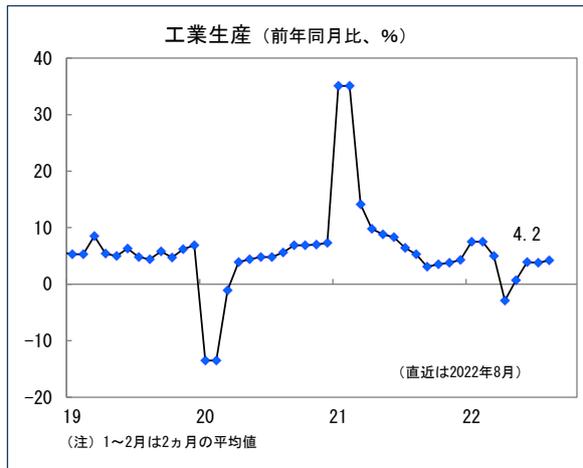
以上、習近平総書記による党大会「報告」の経済に関わる部分を見ると、質の高い発展やイノベーション重視など、従来路線の踏襲が多い。問題はこうした基本方針・政策を実現する際に矛盾や軋轢が生まれやすいことである。例えば、中国が製造強国・品質強国・宇宙開発強国・交通強国・インターネット強国・「デジタル中国」の建設を加速すれば、米国との対立・軋轢はより深刻化する。イノベーション重視を強調する一方で、「国進民退」（政策の恩恵が国有企業に集中し、民営企業は蚊帳の外に置かれる）や民営新興企業への規制強化が厳しくなるなど、基本方針・政策と実際の遂行には大きな矛盾を抱えるものも少なくない。習近平氏の「一強体制」の下で、こうした矛盾や軋轢がますます大きくなれないかが懸念される。

主要経済指標一覧

	2021年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	9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、%）	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、%）	6.8	6.1	3.1	-3.4	5.8		3.5	-1.3	-1.3	4.7	6.3	10.7	0.9
鉄道貨物輸送量（前年同月比、%）	-0.1	0.7	6.0	4.2	1.0	-1.4	8.1	9.5	6.1	7.3	12.3	3.0	-
固定資産投資（前年累計比、%）	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、%）	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、%）	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、%）	2.5	1.9	0.5	-	4.9		-	-	-	-	-	-	-
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	0.7	1.5	2.3	1.5	0.9	0.9	1.5	2.1	2.1	2.5	2.7	2.5	2.8
食品（前年同月比、%）	-5.2	-2.4	1.6	-1.2	-3.8	-3.9	-1.5	1.9	2.3	2.9	6.3	6.1	8.8
非食品（前年同月比、%）	2.0	2.4	2.5	2.1	2.0	2.1	2.2	2.2	2.1	2.5	1.9	1.7	1.5
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	10.7	13.5	12.9	10.3	9.1	8.8	8.3	8.0	6.4	6.1	4.2	2.3	0.9
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	14.3	17.1	17.4	14.2	12.1	11.2	10.7	10.8	9.1	8.5	6.5	4.2	2.6
新規融資額（億元）	16,600	8,262	12,700	11,338	39,800	12,300	31,300	6,454	18,900	28,046	6,790	12,500	24,700
M2伸び率（%）	8.3	8.7	8.5	9.0	9.8	9.2	9.7	10.5	11.1	11.4	12.0	12.2	12.1
輸出（前年同月比、%）	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、%）	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）	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、%）	4.5	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、%）	4.0	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、%）	-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、%）	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、%）	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、%）	16.6	11.8	8.5	4.8	-19.3		-22.7	-29.5	-31.5	-28.9	-28.8	-27.9	-

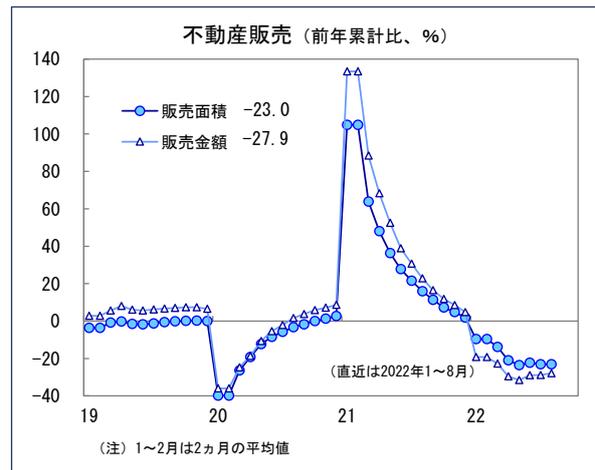
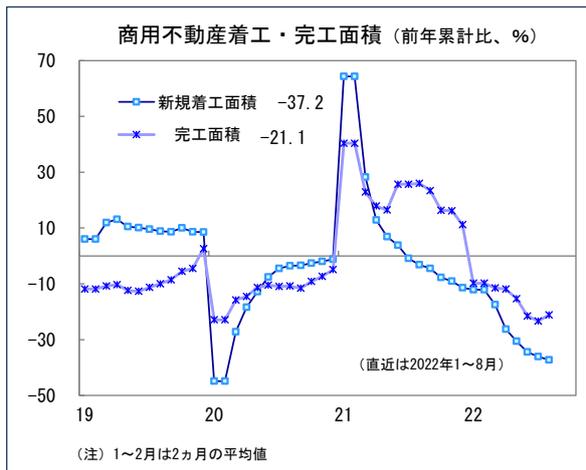
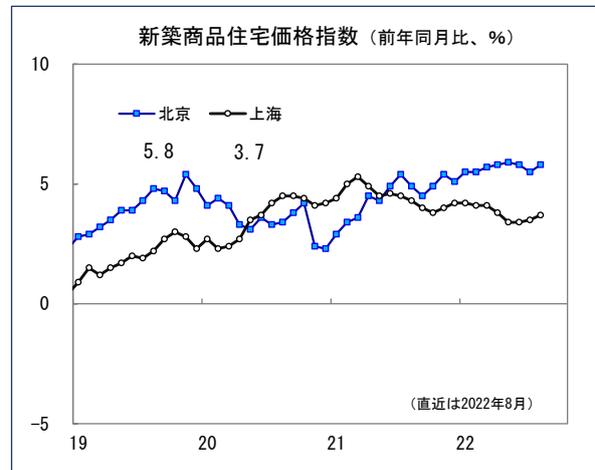
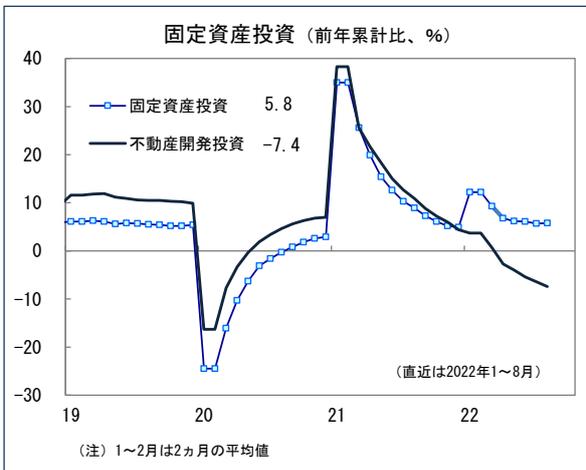
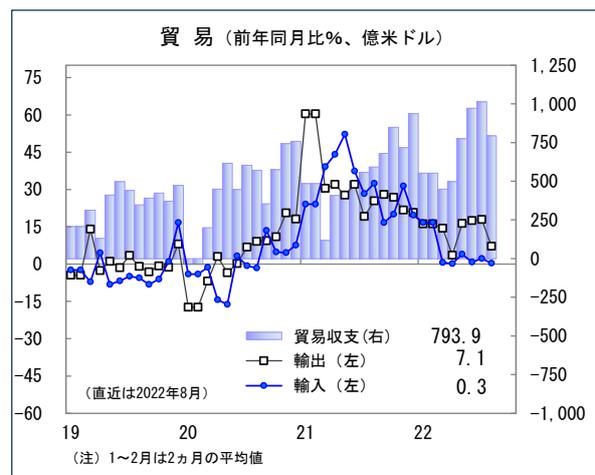
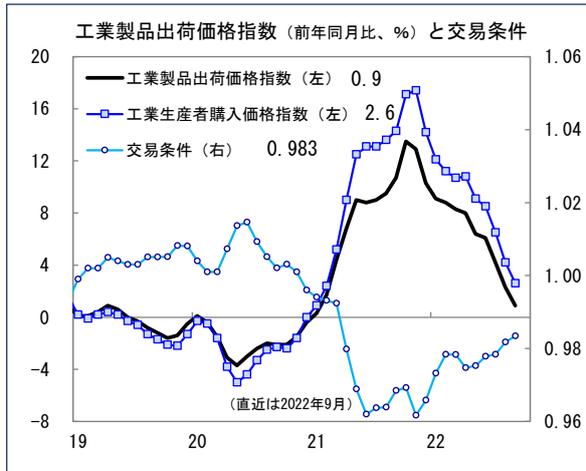
（出所）中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEIC より大和総研作成

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