2022 年 11 月 24 日

主要国経済 Outlook

2022 年 12 月号（No. 433）

経済調査部
ニューヨークリサーチセンター

［目次］

Overview ････････････････････････････････････ 2
メンツか経済か
経済調査部長 山﨑　加津子

日本経済 ････････････････････････････････････ 4
経済見通しを改訂／総合経済対策の経済効果と課題
経済調査部 シニアエコノミスト　神田　慶司

米国経済 ････････････････････････････････････ 17
インフレ減速の期待高まる
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 ････････････････････････････････････ 29
景気の谷は浅いか深いか
経済調査部 シニアエコノミスト　近藤　智也

中国経済 ････････････････････････････････････ 41
上海都市封鎖の二の舞か？
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。

大和証券グループ　株式会社大和総研 丸の内オフィス　〒100-6756 東京都千代田区丸の内一丁目 9 番 1 号 グラントウキョウノースタワー
このレポートは投資勧誘を意図して提供するものではありません。このレポートの掲載情報は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、記載された意見や予測等は作成時点のものであり今後予告なく変更されることがあります。㈱大和総研と大和証券㈱は、㈱大和証券グループ本社を親会社とする大和証券グループの会社です。内容に関する一切の権利は㈱大和総研にあります。無断での複製・転載・転送等はご遠慮ください。

Overview

メンツか経済か

山﨑 加津子

世界

世界経済の先行きの不透明感が一向に晴れない。数十年ぶりの高いインフレを抑え込むため、米欧の中央銀行は政策金利の大幅な引き上げに動いており、景気減速は避けられない。それを見込んで原油や天然ガスなど川上の価格は低下してきたが、賃金や家賃などの上昇圧力はまだ根強く、インフレ率は高止まりしている。また、ロシアのウクライナ侵攻は、停戦に向けた糸口すら見えず、エネルギー供給への懸念がいつ再燃しても不思議ではない。利上げ幅縮小への期待は高まっているが、引き締め政策自体は当分継続されよう。一方、中国はインフレ懸念を免れているが、これは「ゼロコロナ」政策と不動産不況を背景とする内需の弱さを反映している。10月の中国共産党大会を経て3期目に入った習近平氏は、「ゼロコロナ」政策の一部緩和に動いた。しかしながら、新型コロナウイルスの新規感染者が急増しており、再び規制が強化される懸念がある。ウクライナ侵攻、「ゼロコロナ」政策とも指導者のメンツを保つために、経済が犠牲になっているという共通点がある。習近平氏は 3 期目の政策目標として経済を最優先することを掲げているが、「ゼロコロナ」政策の転換をいつどのように図るのか大いに注目される。

日本

2022年7-9月期のGDP1次速報の公表を受け、経済見通しを改訂した。メインシナリオにおける実質GDP成長率は2022年度で＋2.2%、2023年度で＋1.6%と見込む。インバウンド（訪日外客）を含む国内消費の回復、半導体不足の解消による自動車の挽回生産、緩和的な財政・金融政策が景気を下支えすることで、世界経済が減速する中でもプラス成長が続くだろう。国内のインフレは「コストプッシュ型」の要素が依然として強いが、2023年春闘で大幅な賃上げが実現すれば、金融政策の出口戦略に関する議論が活発化するだろう。政府の総合経済対策は実質GDPを7.0兆円程度押し上げると想定している。目玉であるエネルギー対策に6兆円が投じられるが、エネルギー輸入国である日本は、化石燃料の使用量の削減こそが課題だ。家計貯蓄は新型コロナウイルス感染拡大後に大幅に積み上がっており、高所得世帯で顕著である。また、多くの業種で企業業績が好調であることに鑑みれば、エネルギー高の負担軽減は低所得の家庭や一部の企業に重点化すべきだ。

米国

10月のCPIが市場予想を下回ったことで、12月のFOMCで利上げ幅が縮小されることへの市場の期待が高まった。しかし、賃金上昇圧力は根強く、需要も依然底堅いため、この期待は楽観的過ぎるかもしれない。FOMC参加者は市場の期待の高まりに対して警告を発しており、たとえ12月のFOMCで利上げ幅が縮小されたとしても、FOMC参加者の先行きのFF金利予想は市場の想定を超えてタカ派的となる可能性がある。市場の期待が高いほど、タカ派的な結果が出た後の落胆は激しくなり、景気の下振れリスクとなり得る。11月8日の米国連邦議会の中間選挙では、共和党が下院で 4 年ぶりに多数派を奪還した一方、上院は民主党が多数派を維持した。この結果、2023年1月から始まる第118議会は上院と下院で多数派が異なるねじれ議会となり、民主

党・共和党間の政策調整が必要となって、法案成立の難易度は高まる。民主党がインフレ圧力を高め得る政策を志向するのに対し、共和党が歯止めをかけるという意味で、ねじれ議会はポジティブな側面も持つ。しかし、危機対応時の政策実現に時間を要し得ることや、2023 年度本予算や政府債務上限問題を巡る不確実性を高めるネガティブな側面もある点に注意が必要だろう。

欧州

ユーロ圏は年末から 2023 年初めにかけてマイナス成長に陥る可能性が高まっている。引き続き、ロシアによるウクライナへの軍事侵攻が重しになっている。エネルギーや食料品等の価格高騰は個人消費の足を引っ張り、エネルギー供給への懸念は企業景況感や消費者マインドを悪化させ、企業や家計に慎重な支出行動を強いている。温暖な冬はエネルギー需給の逼迫を緩和させるポジティブな要因だが、天候次第という不確実性を払拭できない。ユーロ圏のインフレ率は ECB の想定を上回っており、2023 年春まで利上げは続くだろう。長短金利の上昇傾向は、住宅ローンを組む家計や事業資金を調達する企業だけでなく、歳出が膨らむ政府の借入コストを増やす。域内における財政余裕度・信用力の格差拡大は、各国の足並みの乱れにつながる恐れがある。ユーロ圏よりも一足早くマイナス成長に陥った英国は、インフレ・経済見通しともに大陸欧州よりも厳しい。その一因は金融市場の混乱を引き起こした自業自得の要素が強いが、新政権が示した緊縮財政政策がうまくいくかは依然として不透明である。

中国

2022 年 1 月～9 月の実質 GDP 成長率は前年同期比 3.0%にとどまった。足元の新型コロナウイルス感染症の新規感染者の急増ぶりからすると、10 月～12 月も本格回復からは程遠い状況が続き、2022 年の実質 GDP 成長率は 3.0%程度となろう。「科学」「的確」をキーワードとした「ゼロコロナ」政策の行きすぎの是正は、歓迎すべき動きである。しかし、無症状の感染者が多いというオミクロン株とその派生型の特徴からすると、感染者の早期発見と感染経路の迅速な遮断は極めて難しい。経済・社会活動の正常化を重視するのであれば、「ウィズコロナ」への転換しか道はないと思われる。2023 年の中国経済見通しは、感染拡大が抑制できるか否か、「ゼロコロナ」政策が転換されるかどうかに大きく左右される。2023 年の実質 GDP 成長率は 4.5%程度と想定しているが、3.0%成長が続く懸念も 6.0%成長に回復するチャンスもあろう。その行先は一強体制を構築した習近平氏の政治判断にかかっている。

主要国実質 GDP 見通し＜要約表＞

（%）　　（前年比%）

	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	10-12	（下線及び斜字は年度）			
日本	0.2	4.6	-1.2	5.0	3.1	1.3	0.3	0.7	-4.6	1.6	1.6	2.2
									-4.6	*2.3*	*2.2*	*1.6*
米国	-1.6	-0.6	2.6	1.2	0.2	0.0	0.3	0.8	-2.8	5.9	1.9	0.7
ユーロ圏	2.4	3.3	0.8	-1.5	-1.0	0.5	1.2	1.4	-6.3	5.3	3.2	0.1
英国	2.8	0.9	-0.7	-2.0	1.0	-3.3	-1.4	-0.1	-11.0	7.5	4.3	-1.0
中国	4.8	0.4	3.9	3.0	3.0	7.0	4.0	4.1	2.2	8.1	3.0	4.5
ブラジル	1.7	3.2	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	-3.9	4.6	2.5	0.5
インド	4.1	13.5	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	*-6.6*	*8.7*	*7.0*	*6.0*
ロシア	3.5	-4.1	-4.0	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	-2.7	4.7	-4.0	-2.5

（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 11 月

経済見通しを改訂／総合経済対策の経済効果と課題

神田 慶司
久後 翔太郎
小林 若葉
岸川 和馬
中村 華奈子

［要約］

■ 2022 年 7-9 月期の GDP1 次速報の公表を受け、経済見通しを改訂した。メインシナリオにおける実質 GDP 成長率は 2022 年度で＋2.2%、2023 年度で＋1.6%と見込む。インバウンド（訪日外客）を含む国内消費の回復、半導体不足の解消による自動車の挽回生産、緩和的な財政・金融政策が景気を下支えすることで、世界経済が減速する中でもプラス成長が続くだろう。国内のインフレは「コストプッシュ型」の要素が依然として強いが、2023 年春闘で大幅な賃上げが実現すれば、金融政策の出口戦略に関する議論が活発化するだろう。

■ 政府の総合経済対策は実質 GDP を 7.0 兆円程度押し上げると想定している。目玉であるエネルギー対策の効果について、政府が示す「標準的な世帯」はマクロで見た平均的な世帯ではなく、実際の負担軽減額は多くの世帯で標準世帯のそれを下回る可能性がある。エネルギー輸入国である日本は、化石燃料の使用量の削減こそが課題だ。家計貯蓄は新型コロナウイルス感染拡大後に大幅に積み上がっており、高所得世帯で顕著である。また、多くの業種で企業業績が好調であることに鑑みれば、負担軽減は低所得の家庭や一部の企業に重点化すべきだ。

1. 経済正常化と緩和的な財政・金融政策で景気回復が継続

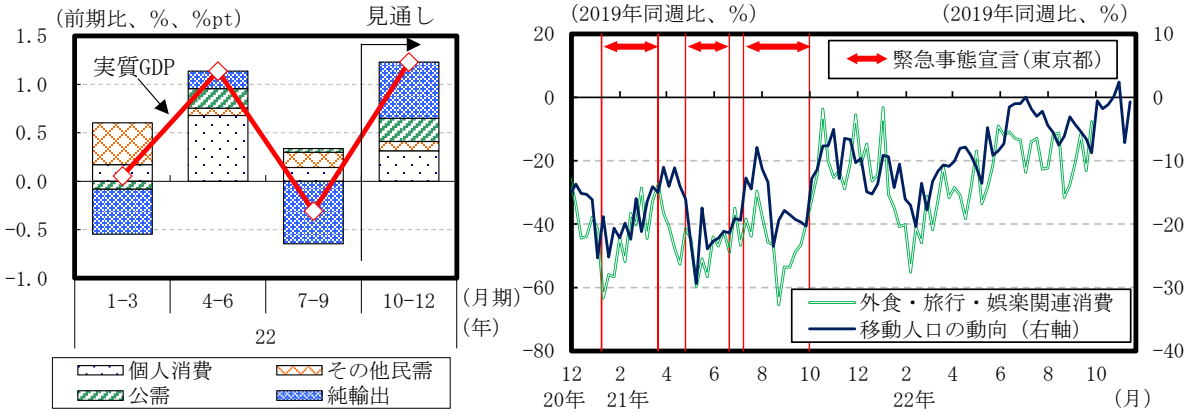
7-9 月期の実質 GDP はマイナス成長に転じるも内容は悪くない

2022 年 7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率▲1.2%（前期比▲0.3%）と、4 四半期ぶりのマイナス成長となった[1]。当社を含め多くの民間調査機関はプラス成長を予想していたが、一時的とみられるサービス輸入の大幅な増加が GDP を強く下押しした（**図表 1 左**）。このほか、季節調整の改定などにより 4-6 月期の実質 GDP 成長率が同＋3.5%から同＋4.6%へと上方修正されたことなども影響した。

7 月から始まった新型コロナウイルス感染「第 7 波」により経済活動は抑制された。しかし今回はまん延防止等重点措置など政府による行動制限がなかったこともあり、外食・旅行・娯楽などへの支出が底堅く推移したことで（**図表 1 右**）、個人消費は増加基調を維持した。設備投資や輸出なども増加しており、マイナスであった GDP 成長率が示すほど内容は悪くない。

需要項目別に見ると（**図表 1 左**）、民需関連では個人消費と設備投資がともに増加した一方、住宅投資は減少した。在庫変動も実質 GDP 成長率を押し下げた。公需関連では政府消費、公共投資がともに増加した。外需関連では輸出、輸入ともに増加したが、輸入の増加幅が輸出のそれを上回り、純輸出（外需）の寄与度は大幅なマイナスとなった。

図表 1：実質 GDP 成長率の実績と見通し（左）、移動人口と外食・旅行・娯楽関連消費（右）



（注 1）左図は季節調整値。
（注 2）右図の移動人口は全ての市区町村の「推定居住地が市区町村外のものの人口」を週ごとに集計したもの。外食・旅行・娯楽関連消費は「外食」「交通」「教養娯楽サービス」の合計値。
（出所）内閣府、総務省、V-RESAS より大和総研作成

交易条件の更なる悪化により実質 GDI は実質 GDP を上回るマイナス成長

資源高などを背景に、輸入デフレーターが輸出デフレーターを上回るペースで上昇したことで、7-9 月期の交易条件は前期から更に悪化した。

[1] 詳細は、神田慶司・小林若葉「2022 年 7-9 月期 GDP（1 次速報）」（大和総研レポート、2022 年 11 月 15 日）を参照。

交易条件の悪化を通じて国内から海外に流出した所得を表す「交易損失」[2]は、7-9 月期で▲19.7 兆円と前期からマイナス幅が 3.6 兆円拡大した。この結果、実質 GDP に交易損失を加えた実質 GDI 成長率は前期比年率▲3.9%となった。実質 GDI の伸び率が実質 GDP のそれを下回る状況が 2021 年 1-3 月期から続いている。ただし、家計や企業の負担増の一部は燃料油価格激変緩和補助金（いわゆるガソリン補助金）など政府の物価高対策で緩和されている。

10-12 月期の実質 GDP はプラス成長への転換を見込む

10-12 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率＋5.0%と見込んでいる（**図表 1 左**）。サービス輸入の反動減に加え、個人消費や設備投資などが押し上げるだろう。水際対策の大幅緩和によるインバウンド（訪日外客）消費の増加も見込まれる。半導体不足の緩和が進むことで自動車生産も緩やかに増加するだろう。

もっとも、1 日あたり新規感染者数はこのところ増加傾向にあり、感染「第 8 波」への懸念が強まっている。政府は 11 月 18 日に新型コロナウイルス感染症対策本部を開き、第 8 波に備えた新たな感染拡大防止措置[3]を決定した。感染状況や医療の逼迫度に応じて都道府県が「医療ひっ迫防止対策強化宣言」や「医療非常事態宣言」を発出し、外出自粛などを要請できるようにする。10-12 月期は全国旅行支援などが個人消費の回復を後押しするとみられるが、感染状況によっては地域単位で経済活動が抑制される可能性がある。

高インフレと金融引き締めに直面する米国とユーロ圏の 7-9 月期の実質 GDP はいずれもプラス成長であった。足元でも経済活動が底堅く推移していることが確認されたが、大幅な利上げによる経済活動への悪影響は遅行的に表れるため、欧米向けの財輸出は 10-12 月期に下振れする可能性がある点には注意が必要だ。

海外経済見通しの概要　～米欧景気後退リスクと中国「ゼロコロナ」政策の維持が重荷に

図表 2 ではメインシナリオにおける実質 GDP の推移と、その前提である海外経済見通しを示した。海外経済については当社の各国担当者の最新（11 月 21 日時点）の見通しに基づく。

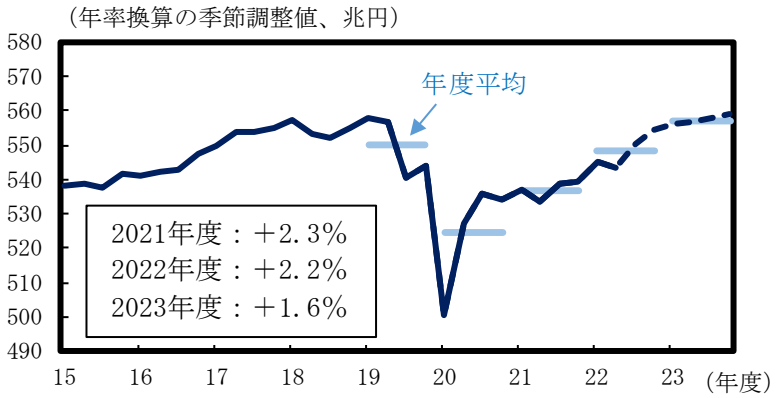
2022 年の実質 GDP 成長率は、米国で前年比＋1.9%、ユーロ圏で同＋3.2%、中国で同＋3.0%を見込んでいる。米国の 7-9 月期の実質 GDP は景気減速を示唆する内容であったが、個人消費に支えられて 3 四半期ぶりのプラス成長になったことなどから、9 月 8 日公表の「第 214 回日本経済予測（改訂版）」（以下、前回予測）から 0.2%pt 上方修正した。ユーロ圏では高インフレやウクライナ危機の影響などが懸念される一方、7-9 月期が予想外にプラス成長を維持したことなどから 0.2%pt 上方修正した。中国では 10 月に開催された 5 年に一度の共産党大会で「ゼロコロナ」政策が維持されたことや感染状況が悪化したことなどを踏まえて 1.0%pt 下方修正した。

---

[2] デフレーターの基準年（現行では 2015 年）からの交易条件の変化による損失（プラスの場合は利得）。基準年が変更されることで損失（利得）額が修正される点には留意が必要である。
[3] 新型コロナウイルス感染症対策本部「今秋以降の感染拡大で保健医療への負荷が高まった場合の対応について」（2022 年 11 月 18 日）

2023 年の実質 GDP 成長率は、米国で前年比＋0.7%、ユーロ圏で同＋0.1%、中国で同＋4.5%を見込んでいる。米国ではインフレ圧力が根強く、必要な利上げ幅が大きくなったことなどから、前回予測から 0.2%pt 下方修正した。ユーロ圏では、米国と同様にインフレ圧力が根強いことや、ウクライナ危機が一層長期化する可能性が高まっていることなどを反映して 0.5%pt 下方修正した。中国では、ゼロコロナ政策の維持や米欧など主要輸出先の景気見通しの悪化などを踏まえて 1.1%pt 下方修正した。

図表 2：日本の実質 GDP 見通しと海外経済の前提



米欧中の実質GDP成長率

米国	2021年：＋5.7% 2022年：＋1.9% 2023年：＋0.7%
ユーロ圏	2021年：＋5.3% 2022年：＋3.2% 2023年：＋0.1%
中国	2021年：＋8.1% 2022年：＋3.0% 2023年：＋4.5%

（注）図中の破線は大和総研による予測値。米欧中の見通しは大和総研の各国担当者の予測に基づく。
（出所）内閣府、各国統計より大和総研作成

日本は経済正常化と緩和的な財政・金融政策によりプラス成長を継続する見込み

こうした海外経済見通しの下、メインシナリオにおける日本の実質 GDP 成長率は 2022 年度で前年比＋2.2%、2023 年度で同＋1.6%と見込んでいる（**図表 2**、暦年ベースでは 2022 年で同＋1.6%、2023 年で同＋2.2%）。実質 GDP が過去最高水準（2019 年 4-6 月期）を上回るのは 2024 年 1-3 月期とみている。

日本は欧米主要国とは異なり、経済活動の正常化による需要の回復余地が大きい。緩和的な財政・金融政策も実施されている。今後は日本人のサービス消費やインバウンド消費の回復、半導体不足の解消による自動車の挽回生産、緩和的な財政・金融政策が景気を下支えすることで、厳しい外部環境が続く中でも 2023 年度にかけてプラス成長が続くと見込んでいる。

以下では、個人消費、輸出、物価の見通しについて詳しく述べるとともに、**2 章**では前出の総合経済対策を取り上げる。

＜ 個人消費 ＞

政策効果や自動車の供給制約の緩和などにより回復基調が継続する見込み

個人消費については、全国旅行支援や Go To イート事業などの需要喚起策、半導体不足を背景とした自動車の供給制約の緩和がサービス消費や耐久財消費の追い風となる。物価高は家計

の購買力の低下を通じて個人消費を下押ししているが、感染拡大後に積み上がった 60 兆円超の「過剰貯蓄」[4]がこの影響を緩和している。また、住民税非課税世帯に対する 5 万円の現金給付や、総合経済対策に盛り込まれたエネルギー高対策や子育て支援策なども個人消費を下支えするだろう。ただし 12 月から 2023 年初にかけては、感染「第 8 波」の影響で個人消費の回復ペースは緩やかになると見込んでいる。

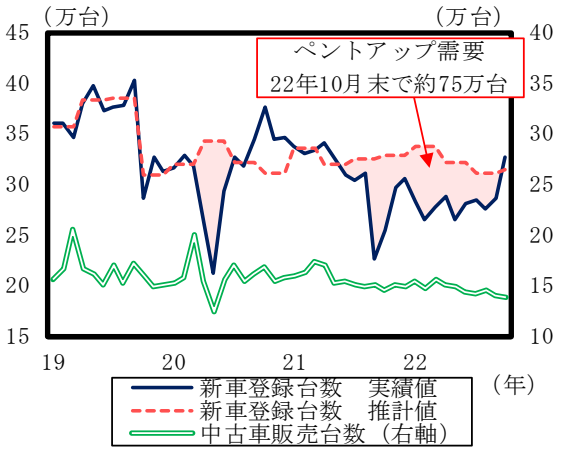
全国旅行支援はほとんどの自治体が 12 月 20 日まで実施する予定であり、同日を実施期限と想定した経済効果は 0.8 兆円程度（直接効果：0.6 兆円、波及効果：0.2 兆円）と試算される（**図表 3**）[5]。本予測では全国旅行支援が年末年始（12 月 21 日～1 月 8 日）を除いて 2023 年 3 月末まで延長して実施されると想定している。この場合、経済効果は 1.8 兆円程度（直接効果：1.4 兆円、波及効果：0.4 兆円）となり、Go To トラベルの 1.2 兆円程度を上回る。

図表 3：全国旅行支援の経済効果

	全国旅行支援		Go To トラベル
実施期間	22年10月11日～12月下旬	23年3月末まで延長	20年後半
経済効果（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）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。
（出所）観光庁、リクルートじゃらんリサーチセンターより大和総研作成

図表 4：国内乗用車のペントアップ需要



（注）大和総研による季節調整値。試算方法については前回予測の図表 2-13 を参照。
（出所）日本銀行、内閣府、総務省、日本自動車販売協会連合会、全国軽自動車協会連合会より大和総研作成

自動車向けの半導体不足は緩和しており、2023 年中には解消すると見込んでいる。10 月の国内乗用車の新車販売台数は前月比＋14.5%と大幅に増加し、2021 年 4 月以来の高水準となった（大和総研による季節調整値）。自動車の需要に供給が追い付いていない状況が長期化したことで、ペントアップ（繰越）需要は 2022 年 10 月末時点で約 75 万台（金額では約 1.8 兆円）に上ると推計される（**図表 4**）。半導体不足の緩和・解消に伴って自動車の挽回生産が本格化すれば、耐久財消費が大幅に増加し、設備投資（企業の自動車購入）や輸出も押し上げるだろう。

[4] 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 9 月末で約 62 兆円に達したと試算される。これは 2021 年度の個人消費額の 21.5%にあたり、2022 年度の消費者物価上昇率（前年比＋2.6%の見込み）を大幅に上回る。
[5] Go To トラベルの実績などを基に試算した経済効果であり、感染「第 8 波」の影響を考慮していない。試算方法については、中村華奈子・小林若葉「『全国旅行支援』は旅行需要の起爆剤となるか」（大和総研レポート、2022 年 9 月 16 日）を参照。

節約志向の強まりや新たな感染拡大防止措置による個人消費への影響に注意

今後の主な消費抑制リスクとしては、①節約志向の強まり、②感染状況が悪化した場合の都道府県による新たな感染拡大防止措置、の 2 つが挙げられる。

日本銀行が満 20 歳以上の個人を対象に実施している「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。世界経済の減速と物価高が同時に進行する状況は当面続くと見込まれる中、先行き不透明感の強まりから、購買力があっても支出の拡大に慎重な家計が増加する可能性がある。

感染第 8 波に備えて政府が決定した新たな感染拡大防止措置の影響も注目される。感染状況が第 7 波並みかそれ以上に悪化した場合[6]、都道府県は「医療ひっ迫防止対策強化宣言」を発出し、住民に大人数での会食や大規模イベント参加などを控えるように要請できる。さらに深刻な状況になれば「医療非常事態宣言」を発出し、出勤の大幅抑制や帰省・旅行の自粛、イベントの延期など、より強力な要請を可能にする（飲食店や施設の時短・休業は要請しない)。第 7 波の中で 28 道府県が発出した「BA.5 対策強化宣言」では、高齢者などに対して感染リスクの高い行動を控えることなどを要請していた。今回は住民に広く外出自粛などを要請することができ、医療非常事態宣言では BA.5 対策強化宣言よりも厳しい措置を講じることが可能だ。

移動人口は 10 月から 11 月初めに 2019 年同期並みの水準まで回復した（**前掲図表 1 右**)。仮に 11 月中旬以降の移動人口が感染「第 7 波」の平均的な水準まで減少しても、10-12 月期の移動人口は 7-9 月期をわずかに上回る見込みだ。移動人口と実質サービス消費はこのところ連動性が見られなくなったが、仮に幅広い地域で医療ひっ迫防止対策強化宣言が発出されても、人出による消費への悪影響は限定的といえそうだ。だが医療非常事態宣言が発出される事態に発展すれば、全国旅行支援などの需要喚起策が停止される可能性がある。それが全国的に広がれば、場合によっては第 6 波までのように個人消費が下振れすることも考えられる。

＜ 輸出 ＞

財輸出は緩やかな増加基調を見込むも欧米向けを中心に下振れリスクが大きい

財・サービス輸出は欧米向け財輸出を中心に下振れリスクが大きいものの、供給制約の緩和やインバウンドの回復が進むことで増加基調が継続する見込みである。

このうち財輸出は予測期間を通じて緩やかな増加基調を辿るとみている。半導体不足などの供給制約の緩和が進み、主力の自動車輸出の復調が全体を下支えするだろう。また、輸出企業は

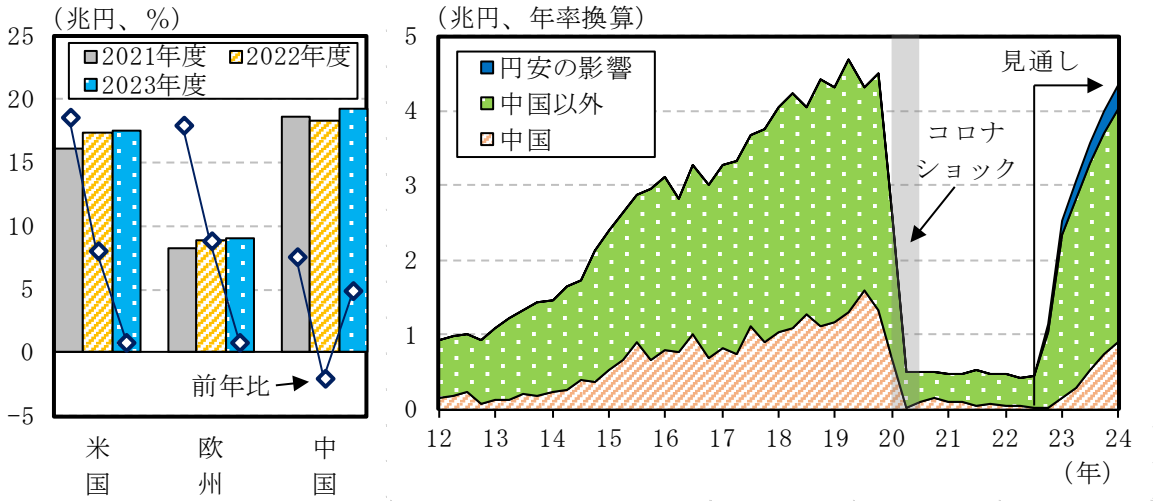
[6] 保健医療の負荷の増大の状況の目安は、重点医療機関における医療従事者の欠勤が急増する場合や、病床使用率や重症病床使用率が概ね 50%超となる場合。

歴史的な円安でも現地販売価格を下げないことで為替差益を享受している。しかしながら、海外の消費者が物価高によって買い控え姿勢を強める中、値下げによってシェアを確保する戦略へと転換する誘因が強まっている。今後、企業が円建て輸出価格よりも輸出数量の増加を重視するようになれば、いわゆる「J カーブ効果」が発現して実質輸出を押し上げるだろう。

主要な輸出先別に見ると、先行きは中国向けがけん引役となる見込みだ。4-6 月期の実質輸出は上海市などでのロックダウンによって前期比▲11.1%と大きく落ち込んだ。他方で 7-9 月期は同＋7.1%にとどまり、回復の余地は依然として大きい。中国経済の正常化が進展するにつれて中間財や資本財などの輸出が増加し、2023 年度にかけて同国向け輸出の増加ペースは加速するとみている（**図表 5 左**）。もっとも、中国政府はゼロコロナ政策を継続している。2022 年 11 月 11 日に渡航者や濃厚接触者の隔離期間の短縮が発表されたが、一方で感染拡大地域では経済活動の制限が強化された。今後もゼロコロナ政策の動向には注意が必要だ。

他方、金融引き締めが進む米欧向けは 2023 年中頃にかけて低調に推移するとみている。個人消費が底堅い米国向けは横ばい圏で踏みとどまるものの、景気後退が目前に迫る欧州向けは減少基調を辿るだろう。その後は金融引き締めペースの減速を受け、米欧向け輸出は緩やかな増加基調に転じるとみている（**図表 5 左**）。だが、欧米が深刻な景気後退に陥る可能性も否定できない。そうなれば同国地域向け輸出は大幅に減少することになろう。

図表 5：地域別に見た実質財輸出額の見通し（左）、インバウンド消費額の見通し（右）



（注）右図の見通しは、2019 年の日本におけるインバウンド消費額上位 20 カ国の 1 人あたり消費額と訪日人数の予測値からインバウンド消費額の伸び率を試算し、SNA ベースのインバウンド消費額に当てはめたもの。円安の影響は、各国の対円実質為替レートと 1 人あたり旅行消費額の感応度をパネルデータによる単回帰分析で推計し、為替レートが足元から横ばいで推移した場合の消費額の押し上げ幅を試算したもの。
（出所）内閣府、日本銀行、財務省、観光庁、日本政府観光局、FRB、BEA、中国国家統計局、Eurostat、各国統計、JP Morgan/Haver Analytics より大和総研作成

サービス消費はインバウンドの急増が輸出全体を押し上げ

サービス輸出については、インバウンドの増加が大きく押し上げるだろう。日本に先行して水

際対策を緩和・撤廃した英米の経験を踏まえると[7]、インバウンドは 2022 年末から 2023 年春にかけて急増したのち、徐々に回復ペースが鈍化する「S 字型」の推移が見込まれる。また、対円実質為替レートと訪日客 1 人あたり旅行消費額の感応度を定量的に分析したところ、円安は訪日客 1 人あたり消費額を押し上げることが示唆された。歴史的な円安はインバウンドの人数だけでなく、1 人あたりの消費額においても追い風となろう。

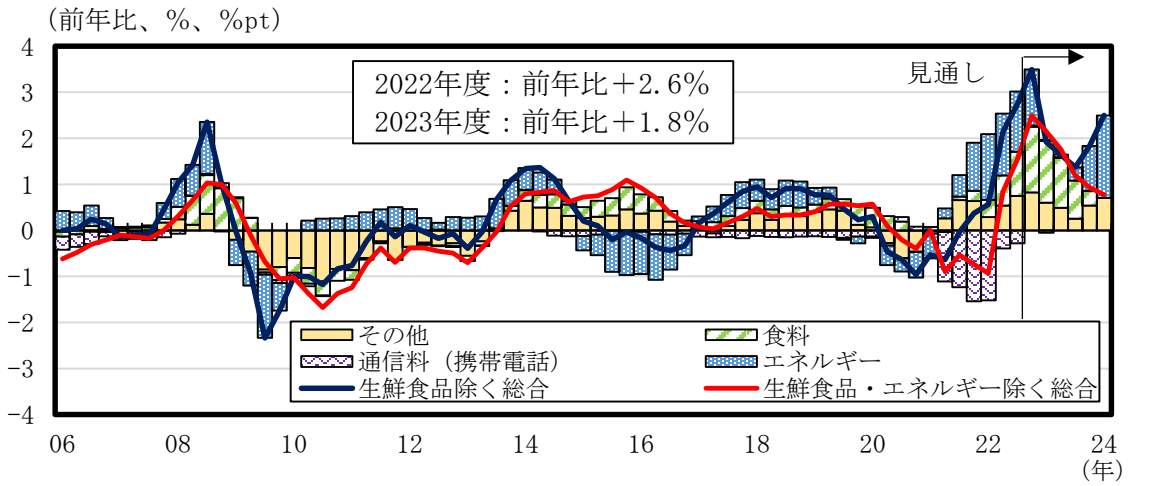
以上を反映したインバウンド消費の見通しが**図表 5 右**である。2023 年 1-3 月期に 2019 年平均の 5 割程度まで回復する見込みだ。また、足元の実質為替レートを用いると 2024 年 1-3 月期に年率換算で 4 兆円を超える。仮にインバウンド以外のサービス輸出が足元から横ばいで推移しても、実質サービス輸出は 2022 年度に前年比＋10%程度、2023 年度に同＋14%程度となる。

ただし、2019 年で全体の約 3 割を占めた中国人訪日客の持ち直しはゼロコロナ政策の影響で緩やかなものにとどまると見込んでいる。中国人訪日客の 1 人あたり旅行支出はアジアの中で最も大きかったことから、回復の遅れは人数で見る以上に消費額の回復を下押しするだろう。

＜ 物価 ＞
コア CPI はエネルギー高対策などの効果もあって前年比＋3%台半ばで頭打ちか

生鮮食品を除く総合ベースの CPI（コア CPI）は直近の資源価格と為替レートを前提として、2022 年度で前年比＋2.6%、2023 年度で同＋1.8%と見込んでいる（**図表 6**）。

図表 6：2023 年度までの CPI 見通し（図表中の見通しの数字は生鮮食品を除く総合ベース）



（注）原油価格（WTI）は 2022 年度で 91.5 ドル/バレル、2023 年度で 81.6 ドル/バレル、ドル円レートは 2022 年度で 137.8 円/ドル、2023 年度で 140.2 円/ドルと想定。「全国旅行支援」は 2022 年 10 月から年末年始を除いて 2023 年 3 月末まで実施、エネルギー高対策は 2023 年 9 月末まで実施されると想定。
（出所）総務省統計より大和総研作成

日本銀行によると、輸入物価指数（円ベース）は国際商品市況の高騰や円安などの影響で前年比＋40%を上回る高い伸びが続いている。エネルギー価格は燃料油価格激変緩和補助金（いわ

[7] 詳しくは当社の「日本経済見通し：2022 年 10 月」（大和総研レポート、2022 年 10 月 20 日）を参照。

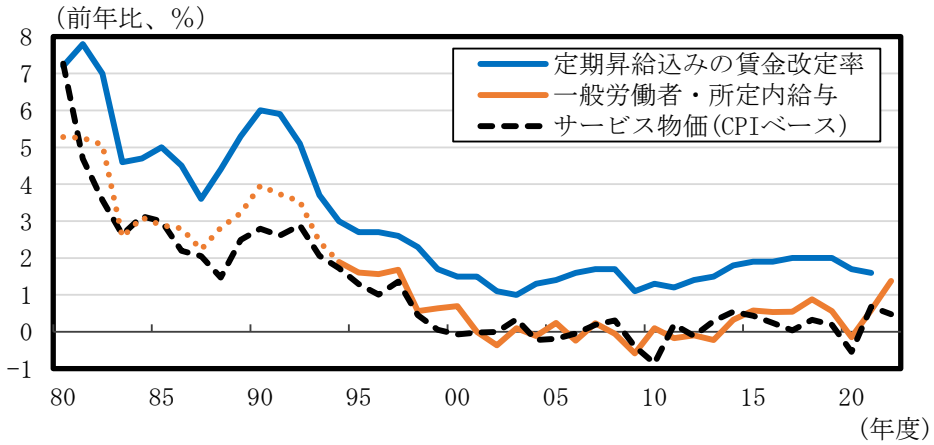
ゆるガソリン補助金）によって一定程度抑えられているものの上昇率が高く、食料などの価格も上昇している。

今後のコア CPI 上昇率は輸入物価に加え、総合経済対策に盛り込まれたエネルギー高対策の影響を強く受けて推移する見込みである。四半期別では、2022 年 10-12 月期の同＋3.5%をピークに、2023 年 1-3 月期から 7-9 月期にかけてはエネルギー高対策の効果で伸び率が大幅に低下する。同効果が剥落する 10-12 月期以降は再び加速するだろう。生鮮食品とエネルギーを除いた CPI 上昇率は 2023 年初めから低下傾向が続き、2024 年 1-3 月期で同＋1%程度の見通しだ。

春闘での賃上げ率が大幅に上昇すれば「ディマンドプル・インフレ」に転じる可能性

足元では CPI 上昇率が 3%台に乗り、企業収益は高水準で労働需給も逼迫している。こうしたことから、2023 年春闘に向けては労使ともに賃上げに前向きな姿勢を示している。賃上げ率が大幅に上昇すれば、これまでの「コストプッシュ・インフレ」から、賃金と物価の循環的な上昇を伴う持続性の高い「ディマンドプル・インフレ」への転換が進む可能性がある。当社の物価見通しはこうした面を反映していないという点で上振れリスクがある。

図表 7：賃金改定率・所定内給与・サービス物価



（注 1）サービス物価は消費税調整済で 21 年度は携帯電話通信料を除く。2022 年度の値は月次の直近値を平均した値。1993 年度までの所定内給与（点線部分）は事業所規模 30 人以上でパートタイム労働者を含む。
（注 2）賃金改定率は厚生労働省「賃金引上げ等の実態に関する調査」で従業員 100 人以上の企業を対象。
（出所）総務省、厚生労働省より大和総研作成

図表 7 は定期昇給込みの賃金改定率、所定内給与、サービス物価の推移を示したものである。デフレに陥る前の 1990 年代前半に目を向けると、2022 年で前年比＋2%程度とみられる賃金改定率は同＋4%前後で推移していた。当時は高い賃金改定率によって所定内給与が安定的に上昇し、それによって喚起された消費の拡大がサービス物価などの上昇につながり、その一部が賃金に反映されるという循環が見られた。長期デフレによって断ち切られたこの循環を再度始動させるには、今回の高インフレを一過性に終わらせず、高い賃上げ率の実現を通じて持続性を高められるか否かが試金石となる。欧米を中心に世界経済の先行き不透明感が強まる中で、2023 年春闘での賃上げ率の動向には例年以上に注目する必要がある。

2. 総合経済対策の経済効果と課題

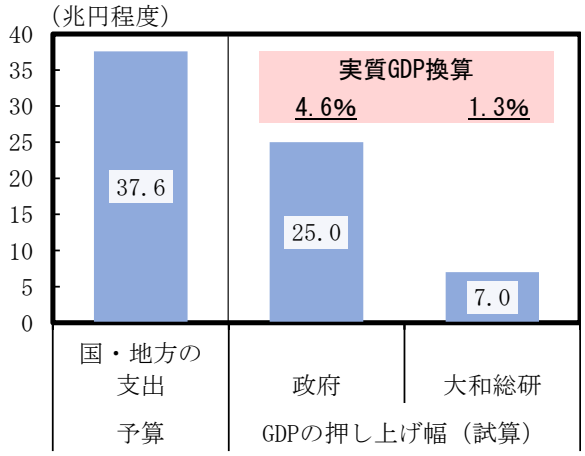
総合経済対策による実質 GDP の押し上げ効果は 7 兆円程度か

前述したように、岸田政権は 2022 年 10 月 28 日に事業規模 71.6 兆円程度、財政支出 39.0 兆円程度の総合経済対策を閣議決定した。財政支出のうち、「真水」ともいわれる国・地方の支出は 37.6 兆円程度である（**図表 8**）。

当社では「真水」による GDP の押し上げ効果を 7.0 兆円（実質 GDP 比 1.3%）程度と見込んでいる。防災・減災・国土強靭化や災害復旧などの公共投資や、保健医療体制の強化、ワクチンの確保・接種の実施などの政府支出が中心となって GDP を押し上げるだろう。このほか、賃上げへの取り組みや、科学技術・イノベーションや GX（グリーン・トランスフォーメーション）、DX（デジタル・トランスフォーメーション）など成長分野に関連する事業や基金の造成は中長期的に GDP を押し上げそうだ。他方、総合経済対策の目玉である 6.1 兆円のエネルギー高対策が消費を刺激する効果は、現金給付の場合（限界消費性向で約 3 割）を下回ると考えられる。

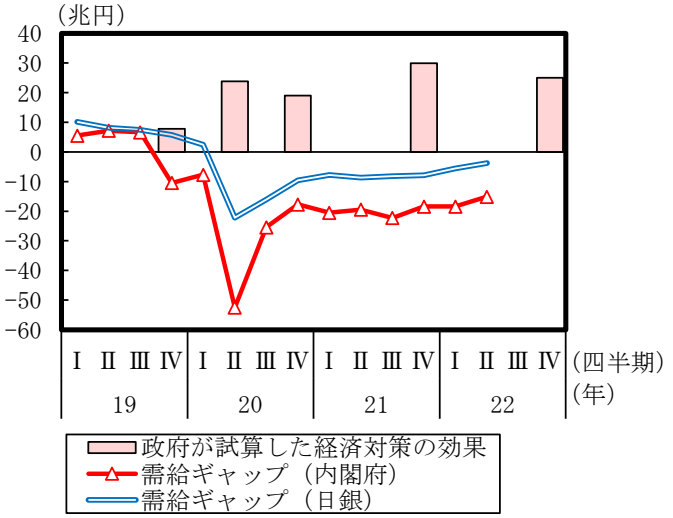
一方、政府が示した「実質 GDP 換算 4.6%」（25.0 兆円程度）という試算値は、「下支え・押し上げ効果」と説明されている。試算方法は明らかではないが、純粋な GDP の押し上げ効果のみを計上したわけではないことが当社の試算結果との差をもたらしているとみられる。

図表 8：22 年度の総合経済対策の効果等



（注）政府試算の GDP 押し上げ効果は、実質 GDP 換算の押し上げ率と 2022 年 4-6 月期の実質 GDP（2022 年 9 月 8 日公表値ベース）から算出。
（出所）内閣府、財務省、首相官邸資料等より大和総研作成

図表 9：需給ギャップ等の推移



（注）政府が試算した経済対策の効果は、実質 GDP 換算の押し上げ率と経済対策策定時における最新の実質 GDP（2022 年 9 月 8 日公表値ベース）から算出。
（出所）内閣府、財務省、日本銀行、首相官邸資料等より大和総研作成

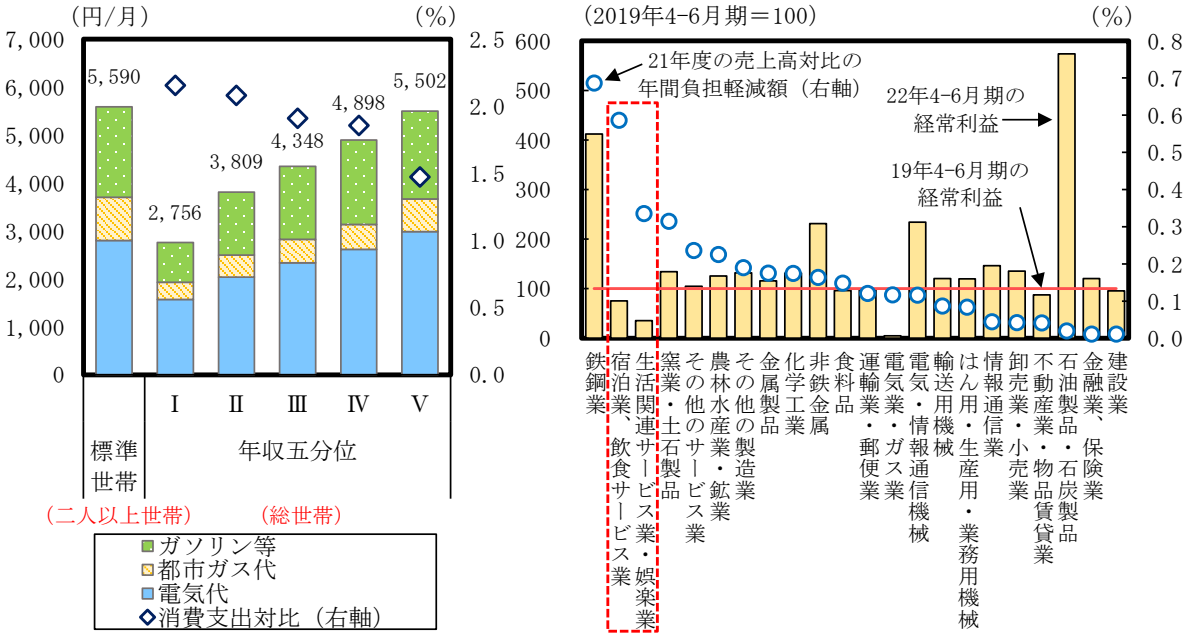
なお、総合経済対策の規模に関する議論では、今回も需給ギャップが取り上げられた。内閣府の推計では 2022 年 4-6 月期で 2.7%（15 兆円程度）の需要不足があり、この水準を大きく超える規模の経済対策を策定すべきとの声が聞かれた。だが、需給ギャップは推計方法によって大きく変わり、日本銀行は同時期の需給不足を 0.7%（4 兆円程度）と推計している（**図表 9**）。

また需給ギャップと経済対策の規模の関係は曖昧で、給付金などの財政支出はそのまま需要拡大に結びつくわけではない。感染拡大後に大幅な需要不足が発生している大きな要因は経済正常化の遅れであり、経済対策で直接的に解決できる問題ではないことに留意する必要がある。

対策によるエネルギー負担軽減額は低所得世帯で月 3,000 円を下回る

エネルギー高対策では、ガソリン補助金を延長し、電気代と都市ガス代を 2023 年 1 月以降のできるだけ早い時期に引き下げる。政府はこの対策により、「来年 1 月以降、来年度前半にかけて標準的な世帯[8]においては総額 4 万 5 千円の負担軽減となる」[9]と説明している。もっとも、「標準的な世帯」とは二人以上の世帯を対象としており、エネルギー代が比較的少ない単身世帯が含まれていない。経済状況などによっても負担軽減額は変わる。そこで、世帯の負担軽減額を年収階級別に試算した結果が**図表 10 左**である。

図表 10：年収階級別の負担軽減額（左）、業種別に見た電気料金の負担軽減額と企業収益（右）



（注 1）左図は 2021 年の総世帯の月あたり支出金額を二人以上世帯の平均価格で除すことで購入数量を試算し、これに支援額を乗じて算出。標準世帯は政府が示す「標準的な世帯」を想定。都市ガス代は購入数量が調査されていないため、「標準的な世帯」の購入数量と世帯平均の支出金額、購入頻度を利用して試算。ガソリン等はガソリンと灯油で、直近週の価格抑制幅を利用した。
（注 2）右図の金融業、保険業の売上高は経常収益または営業収益。
（出所）内閣府、総務省、資源エネルギー庁、財務省より大和総研作成

標準世帯の負担軽減額は月 5,590 円である。一方、単身世帯を含む総世帯ベースで見ると、負担軽減額が最も大きい年収上位 20%の第Ⅴ分位世帯でも月 5,502 円である。年収が低い世帯ほど世帯人員は少なく、エネルギー消費量も少ない傾向にあることから、年収下位 20%の第Ⅰ分位世帯の負担軽減額（月 2,756 円）は標準世帯の半分程度にすぎない。消費支出対比で見た負担

[8] 電気で月間 400kWh、ガスで同 30 ㎥、ガソリンで同 35L、灯油で同 15L を使用する二人以上の世帯。
[9] 「物価高克服・経済再生実現のための総合経済対策」（2022 年 10 月 28 日閣議決定）p. 14

軽減の度合いは低所得世帯ほど大きいが、標準世帯はマクロで見た平均的な世帯ではなく、実際の負担軽減額は多くの世帯で標準世帯のそれを下回る可能性がある。

エネルギー高対策によって企業の負担も軽減する。**図表 10 右**では、業種別の電気代の負担軽減額の売上高（2021 年度）に対する比率と 2022 年 4-6 月期の経常利益を示した。これを見ると、「鉄鋼業」（0.7%）のほか、「宿泊業、飲食サービス業」（0.6%）や「娯楽業」（0.3%）といった対人接触型のサービス業において売上高対比の負担軽減額が大きい。対人接触型のサービス業では経済活動の正常化の進展に伴って業況が改善傾向にあり、電気代の引き下げによってコストの増加が抑制されることは企業収益の改善を一段と後押しすると期待される。

一方、「電気・ガス業」や対人接触型のサービス業を除く多くの業種では、エネルギー価格が高騰する中でも 2022 年 4-6 月期の経常利益は 2019 年同期並みかそれを上回る水準となった。中でも「化学工業」「非鉄金属」「輸送用機械」「情報通信業」「卸売業・小売業」は過去最高を記録した。物価高への耐久力のある業種まで幅広く財政支援しており、その必要性に疑問が残る。

エネルギー高対策は予定通り終了し、より費用対効果の高い政策に切り替えるべき

今回のエネルギー高対策は急増するエネルギー負担を和らげ、消費や投資の腰折れを回避することが目的とされている。だが、実施期間が長期化するほど脱炭素の取り組みを阻害し、財政負担は重くなる。この点、ガソリン補助金は当初、2022 年 3 月までの時限措置だったが、円建ての輸入原油価格の上昇や高止まりを受けて延長を繰り返している。

エネルギー輸入国であり、2050 年のカーボンニュートラルを目指す日本は、化石燃料の使用量の削減こそが課題だ。**1 章**で述べたように、家計貯蓄は感染拡大後に大幅に積み上がっており、高所得世帯で顕著である。また、多くの業種で企業業績が好調であることに鑑みれば、負担軽減は低所得の家庭や一部の企業に重点化すべきである。エネルギー以外の品目でも価格が上昇していることから、現金給付や減税も有効だろう。2023 年 9 月まで実施されるエネルギー高対策は予定通り終了し、継続的な支援が必要な場合は、より費用対効果の高い対策に切り替えるべきだ。

図表 11：日本経済見通し＜第 215 回日本経済予測（2022 年 11 月 21 日）＞

	2021			2022				2023				2024	2021年度(暦年)	2022年度(暦年)	2023年度(暦年)
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3			
実質GDP（年率、兆円）	537.0	533.5	538.9	539.2	545.3	543.6	550.3	554.5	556.4	556.7	557.7	559.2	536.8	548.3	557.2
＜前期比、%＞	0.5	-0.6	1.0	0.1	1.1	-0.3	1.2	0.8	0.3	0.1	0.2	0.3			
＜前期比年率、%＞	2.0	-2.5	4.1	0.2	4.6	-1.2	5.0	3.1	1.3	0.3	0.7	1.0			
＜前年同期比、%＞	7.2	1.2	0.5	0.6	1.7	1.8	2.1	3.0	2.0	2.5	1.3	0.8	2.3	2.2	1.6
													(1.6)	(1.6)	(2.2)
民間消費支出（前期比、%）	0.5	-1.0	2.5	0.3	1.2	0.3	0.6	0.9	0.4	0.2	0.1	0.1	2.6	3.2	1.6
民間住宅投資（前期比、%）	1.6	-1.8	-1.4	-1.3	-1.9	-0.4	0.4	0.6	0.3	0.0	-0.3	-0.3	-1.7	-4.0	0.6
企業設備投資（前期比、%）	1.1	-2.3	0.3	-0.1	2.4	1.5	1.2	1.3	1.3	1.1	1.1	1.0	0.6	4.2	4.9
政府消費支出（前期比、%）	0.9	1.2	-0.3	0.4	0.8	0.0	0.8	-0.2	-1.3	-1.8	-0.3	0.1	2.0	1.6	-2.5
公共投資（前期比、%）	-2.4	-3.6	-3.7	-3.0	1.0	1.2	1.2	0.9	0.8	0.5	0.3	0.3	-7.5	-1.7	2.8
輸出（前期比、%）	3.4	-0.6	0.6	1.1	1.8	1.9	0.7	1.2	1.0	0.6	0.4	0.5	12.4	5.0	3.5
輸入（前期比、%）	4.2	-1.3	0.7	3.6	0.8	5.2	-2.1	0.8	0.7	0.5	0.3	0.4	7.1	6.6	2.2
名目GDP（前期比年率、%）	-0.7	-2.6	2.6	1.5	3.4	-2.0	6.3	1.7	3.8	1.5	2.3	1.4	1.3	1.8	2.6
GDPデフレーター（前年同期比、%）	-1.1	-1.1	-1.2	-0.5	-0.4	-0.5	0.1	-0.6	0.4	0.9	1.0	1.5	-1.0	-0.4	0.9
鉱工業生産（前期比、%）	0.3	-1.9	0.2	0.8	-2.7	5.9	0.8	2.2	1.1	0.0	0.0	0.2	5.7	2.8	4.6
コアCPI（前年同期比、%）	-0.6	0.0	0.4	0.6	2.1	2.7	3.5	1.9	1.6	1.4	1.8	2.5	0.1	2.6	1.8
失業率（%）	2.9	2.8	2.7	2.7	2.6	2.6	2.5	2.5	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	-15.1	-23.4	-20.0	-20.2	-20.6	-20.3	-20.2	-20.2	-1.6	-19.5	-20.2
経常収支（兆円、年率）	25.6	19.5	19.0	16.7	12.9	3.1	5.9	5.8	5.9	5.8	5.7	5.7	20.3	6.9	5.8
前提															
原油価格(WTI、ドル/バレル)	66.2	70.5	77.1	95.0	108.5	91.4	84.5	81.6	81.6	81.6	81.6	81.6	77.2	91.5	81.6
為替レート(円/ドル)	109.4	110.1	113.7	116.2	129.6	138.4	143.1	140.2	140.2	140.2	140.2	140.2	112.3	137.8	140.2

（注）網掛け部分は大和総研予想。
（出所）大和総研

米国経済　インフレ減速の期待高まる

しかし、FOMC は期待の高まり過ぎに対して警告を発する

矢作 大祐

［要約］

- 10 月の CPI が市場予想を下回る軟調な結果となったことで、12 月の FOMC では利上げ幅が縮小するのではないかとの市場の期待が高まった。しかし、賃金上昇圧力は弱まりにくく、需要も依然底堅いことから、こうした市場の期待は楽観的過ぎるかもしれない。

- FOMC 参加者は市場の期待の高まりに対して警告を発し始めた。たとえ 12 月の FOMC で利上げ幅が縮小されたとしても、FOMC 参加者の先行きの FF 金利予想は市場の想定を超えてタカ派的なものとなる可能性がある。市場の期待が高ければ高いほど、タカ派的な結果が出た後の落胆は激しくなり、景気の下振れリスクとなり得る。ウォラーFRB 理事が警告したように、市場が「深呼吸をして落ち着く」ことができるかが、インフレを抑制しつつ、景気が大崩れしないために重要になる。

- 11 月 8 日に行われた米国連邦議会の中間選挙では、共和党が下院で 4 年ぶりに多数派を奪還した一方、上院は民主党が多数派を維持した。この結果、2023 年 1 月から始まる第 118 議会は、上院と下院で多数派が異なるねじれ議会となる。

- ねじれ議会は民主党・共和党間の政策調整が必要となり、法案成立の難易度は高まることになる。民主党がインフレ圧力を高め得る政策を志向することから、下院を主導する共和党がその歯止めをかけるという意味で、ねじれ議会はポジティブな側面も持つ。しかし、危機対応時の政策実現に時間を要し得ることや、2023 年度本予算や政府債務上限問題を巡る不確実性を高めるというネガティブな側面も有する点に注意が必要だろう。

インフレ減速への市場の期待が高まる

11 月 1･2 日に開催された FOMC では、4 会合連続で政策金利である 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]。加えて、11 月の FOMC では、早ければ 12 月の FOMC での利上げ幅縮小の可能性が示唆された。利上げ幅の縮小は、6 月に異常に大幅で一般的ではないとパウエル議長が表現した 0.75%pt の利上げがようやく終わることを意味する。同時に、11 月の FOMC では、FF レートの最終到達水準（ターミナルレート）を引き上げる可能性も提起された。ターミナルレートの引き上げを通じて、長期にわたって利上げの継続をコミットすることで、利上げ幅の縮小によって金融環境が過度に緩和することを防ぐことを狙ったものと考えられる。つまり、11 月の FOMC を総括すれば、利上げ幅の縮小というハト派的な示唆とターミナルレートの引き上げというタカ派的な示唆をともに提起することで、引き締めでも緩和でもない金融環境を維持する狙いがあったといえる。

FOMC の狙いはともあれ、市場の関心は 12 月の FOMC での利上げ幅縮小の可能性如何へと集中した。とりわけ、パウエル議長が記者会見で、利上げ幅の縮小に向けて、インフレの減速を見たいと述べていたことから、11 月 10 日公表の 10 月の CPI が目下の注目点であった。10 月の CPI の結果を端的にまとめると、利上げ幅縮小の可能性を高める軟調な結果となった。ヘッドライン（前年比＋7.7%、前月比＋0.4%）、コア CPI（前年比＋6.3%、前月比＋0.3%）ともに、市場予想を下回った。コア CPI の内訳を見ると、コア財価格（前月比▲0.4%）は 7 カ月ぶりにマイナスに転じ、コアサービス価格（同＋0.5%）も減速した。サプライチェーンの混乱緩和を背景にコア財価格が低下していくことは想定されていたが、高止まりが予想されていたコアサービス価格の減速は、市場にとってポジティブサプライズであった。コアサービス価格の減速の主因は医療サービス価格の低下であるが、遅行性があり、ウェイトの大きい家賃の伸びも幾分減速したことで、市場はインフレがついに落ち着き始めるとの期待を高めた。そして、インフレ減速への期待の高まりを契機に、市場は近々利上げ幅が縮小され、遠くない将来に金融引き締めが終わりを迎えることを意識し、金利低下と株価上昇へと帰結した。

しかし、こうした市場の期待は、楽観的過ぎるかもしれない。コアサービス価格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カー）は、ようやくピークアウトの傾向を示し始めたところである。また、中小企業の賃金引き上げ割合や求人率は、賃金上昇率に先行する傾向があるが、両指標はピークアウトの傾向を強めていた前月から一転して足下で上昇に転じた。労働需要は徐々に緩和し、賃金上昇率は減速し始めていることから、両指標の上昇は単月の振れとも考えられるが、求人件数が高水準である現状において、労働需給の緩和、ひいては賃金上昇圧力の緩和が進展するまで、時間を要することを再認識させる結果といえるだろう。

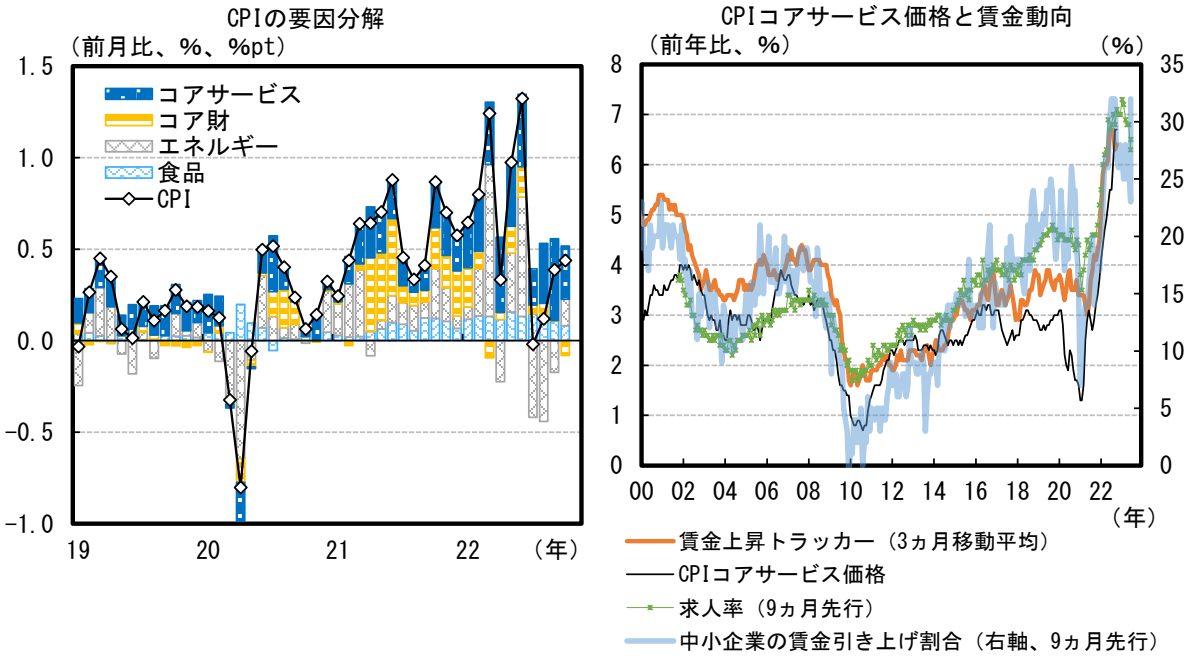
また、消費者マインドや企業マインドにおいて、先行きの景気後退リスクへの懸念が強まる一方で、米国経済の屋台骨である個人消費に関連して、10 月の小売売上高が堅調な結果となり、足下の景気は底堅く推移している。アトランタ連銀が公表する GDPNow においても、10-12 月期

[1] 大和総研　ニューヨークリサーチセンター　矢作大祐「FOMC　4 会合連続で 0.75%pt の利上げを決定」（2022 年 11 月 4 日）参照　https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20221104_023379.html

の実質 GDP 成長率は前期比年率で＋4%以上と予想されている（11 月 18 日時点）。GDP 公表月の翌月の GDPNow は、振れが大きいことから割り引いて考える必要があるが、現時点での評価として需要が高いことはインフレ抑制に向けた道のりが長いことを示唆している。

そして、市場のインフレ減速への期待の高まりが、インフレ減速を自己実現的に遅らせる可能性もある。10 月の CPI 公表後に金利低下と株価上昇が進んだように、米国金融コンディション指数（シカゴ連銀公表）が上昇し、金融環境は緩和傾向に向かったといえる。金融環境の緩和が進めば、需要喚起を後押しし、インフレが高止まりしてしまうリスクも高まることになる。

図表 1　CPI の要因分解、CPI コアサービス価格と賃金動向



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

景気・インフレにとって、市場が「深呼吸して落ち着く」ことが重要

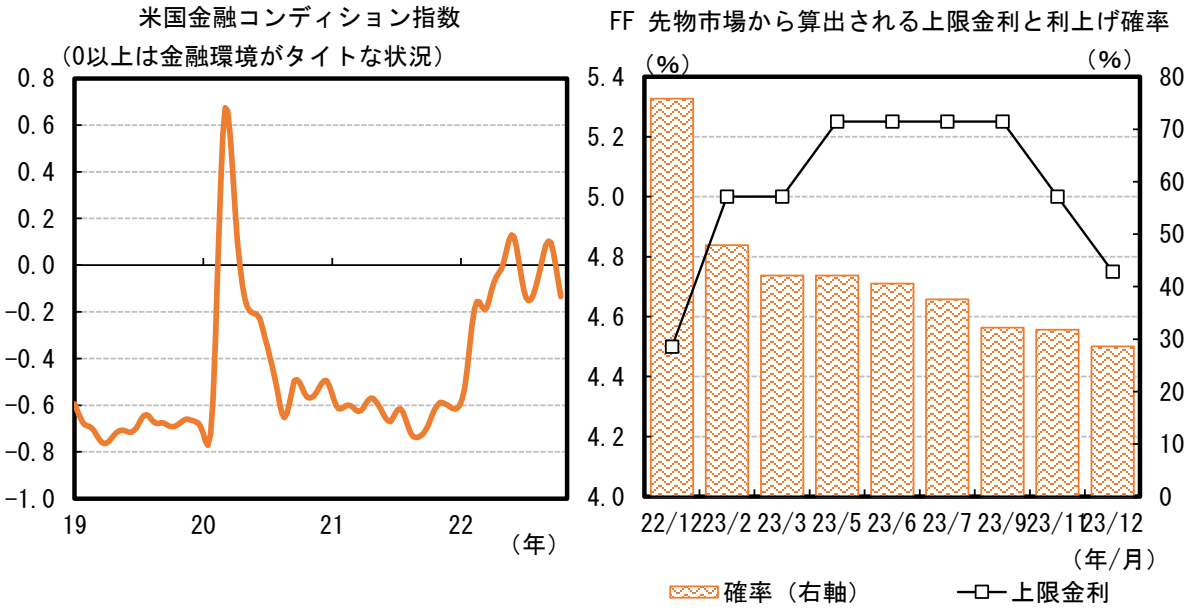
金融環境が緩み始めた中で、FOMC 参加者から市場に対する警告が発せられ始めている。11 月 13 日にタカ派のウォラーFRB 理事は、10 月の CPI 後の市場の反応について 7 月に似ていると述べた上で、市場に対して「深呼吸をして落ち着く」ように促した。ウォラー理事が言及した 7 月を振り返ると、市場が金融引き締めの終わりを意識し、金融環境が緩和し始めた時期であった。結果、金融引き締めの効果が弱まることを懸念したパウエル FRB 議長が 8 月末のジャクソンホールでの講演会で、金融引き締めの継続を再提起することで市場に警告を発し、金融環境は再びタイト化した。7 月同様に、市場のインフレ減速に対する期待が高まり、金融環境が緩和してしまえば、FRB は再び市場に対して釘を刺す可能性がある。

焦点は FRB による釘の刺し方だが、従来通りであれば、12 月 13･14 日予定の FOMC での 0.75%pt の利上げの継続が考えられる。ただし、12 月の FOMC で 0.75%pt の利上げを継続してしまえば、CPI といった主要物価指標だけに縛られず、景気全体を考慮しながら利上げ幅を修正できる

ことを目的とした利上げ幅縮小の議論が振出しに戻ってしまいかねない。0.75%pt の利上げの継続は、12 月 13 日公表予定の 11 月の CPI が大幅に加速したり、FRB が看過できないほど金融環境が緩和化してしまった際の最終手段となろう。

もっとも可能性の高い手段としては、12 月の FOMC で公表予定の FOMC 参加者による FF 金利予想（ドットチャート）で、ターミナルレートを引き上げ、金融引き締め期間の長期化を示すことだろう。直近のドットチャート（9 月、中央値）によれば、2022 年末が 4.375%、2023 年末が 4.625%となっている。これは、12 月の FOMC で 0.50%pt、2023 年に 0.25%pt の利上げを実施すれば達成できる金利水準である。11 月の FOMC 以来、FOMC 参加者はこれまでターミナルレートの具体的な水準に関して言及を避けてきたが、FRB 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が 11 月 18 日に、ターミナルレートは最低でも 5.00-5.25%と述べた。加えて、テイラー・ルール（物価上昇率や GDP などを用いて適正な政策金利水準を算出）を用いて計算した場合、5.00-7.00%程度となることを示し、ターミナルレートがさらに引き上がる可能性も指摘した。

図表 2　米国金融コンディション指数、FF 先物市場から算出される上限金利と利上げ確率



（注）右図は 11 月 18 日時点。
（出所）CME、シカゴ連銀、Haver Analytics より大和総研作成

ブラード総裁の発言を受け、これまでターミナルレートを 4.75-5.00%と見込んでいた市場は、5.00-5.25%の可能性を織り込み始めた。ただし、5.00-5.25%という水準は、12 月の FOMC で 0.50%pt、2023 年 2 月に 0.50%pt、同年 3 月に 0.25%pt の利上げを実施すれば達成できる水準である。依然としてインフレ率が高水準にある中で、市場に対して警告するという意味では、利上げの終わりを意識させないために、5.25-5.50%、もしくはそれ以上のターミナルレートがドットチャートの中央値として示される可能性があるだろう。市場がインフレ減速に期待し、金融引き締めの終わりを意識している中で、予想以上のターミナルレートが示されれば、金

融環境は再びタイト化することが想定される。とりわけ、金融環境が緩和化しているほど、その調整幅は大きくなり得る。金融環境がタイト化することは、インフレを退治するために必要なことではあるものの、その調整が急激であれば、逆資産効果による個人消費の落ち込みなど、景気を急速に冷やしかねない。12 月の FOMC に向けて、市場が「深呼吸をして落ち着く」ことができるかが、インフレを抑制しつつ、景気が大崩れしないために重要になるだろう。

ねじれ議会はインフレ抑制にポジティブも、財政リスクを高める

11 月 8 日に行われた米国連邦議会の中間選挙では、共和党が下院で 4 年ぶりに多数派を奪還した。一方、上院は民主党が多数派を維持した。この結果、2023 年 1 月から始まる第 118 議会は、上院と下院で多数派が異なるねじれ議会となる。ねじれ議会となれば、政策の実現に向けて民主・共和党間での政策調整が不可欠となる。過去のねじれ議会下においては、法案の成立数は減少する傾向が見られた。近年の両党の対立の激化を踏まえれば、法案成立の難易度は過去のねじれ議会に比べても、一層高まることが想定される。

ねじれ議会によって法案成立が難航することは、高インフレが懸念される現在の米国経済においてポジティブな側面もある。具体的には、民主党はそもそも財政拡張的であり、需要を促進することで、インフレ圧力を押し上げ得る。とりわけ、バイデン政権の後半 2 年間に残る政策課題としては、最低賃金の引き上げや有給休暇制度の拡充、ギグワーカーの待遇改善といった労働者の権利保護・地位向上が挙げられる。こうした政策は、米国内の格差改善を期待できるという意味で重要な政策といえるが、企業が賃金引き上げや従業員の処遇改善などによるコスト増を価格転嫁することで、インフレ上昇圧力が高まる可能性がある。こうした民主党の施策が実現すれば、FRB が進める金融引き締めと逆行することになりかねない。他方、共和党は財政支出を抑制するとともに、税負担の軽減や規制緩和を通じて企業の負担を引き下げることを志向している。ねじれ議会となる中で、共和党が主導する下院が、上院を主導する民主党の政策をけん制することで、インフレ上昇圧力を抑制することが期待できよう。

他方、ねじれ議会に伴う法案成立の難航に対する懸念が強まるとすれば、景気後退時における時宜を得た政策決定が困難化する可能性があることだろう。2020 年のコロナ対策を策定する際にも、ねじれ議会によって政策実現に時間を要したことは記憶に新しい。また、いざという時の政策サポートが遅れ得ることに加え、ねじれ議会による政治の停滞自体が、米国経済を巡る不確実性を高め、景気後退リスクを高める可能性もある。当面のリスクとしては、2022 年 12 月半ばに到来する 2023 年度つなぎ予算の期限切れであろう。米国の 2023 年度（2022 年 10 月-2023 年 9 月）の本予算は、2022 年 9 月末までの成立が間に合わず、12 月 16 日までのつなぎ予算の法案成立を通じて、当面の急場をしのいだ。中間選挙を終え、当面の懸案事項は本予算の成立或いは、追加のつなぎ予算の成立であろう。仮に、本予算や追加のつなぎ予算の策定に時間を要すれば、政府閉鎖の可能性が高まることになる。議会予算局は、政府閉鎖が発生した 2018 年後半と 2019 年前半において、実質 GDP が合計 110 億ドル減少したと推計している。FRB が金融引き締めを通じて、秩序だった需要の抑制を実現しようとする中で、政府閉鎖に伴う景気の急減速

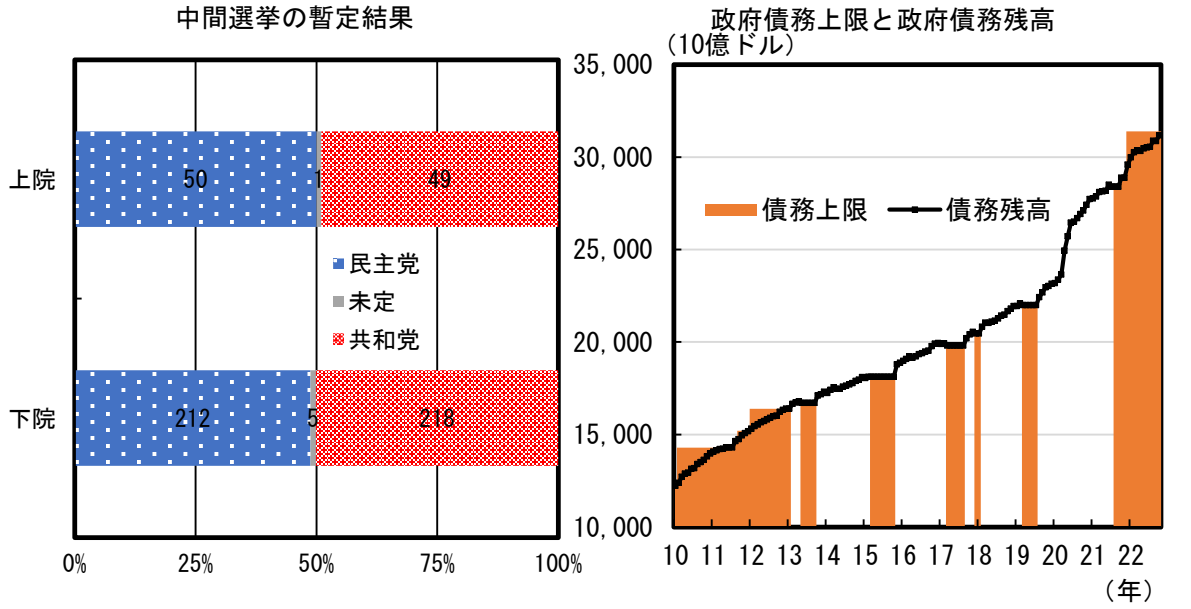
が起きれば、金融政策運営にも影響を及ぼすことになるだろう。

また、2023 年に関しては、政府債務上限問題が再燃する可能性がある。2021 年 12 月に債務上限が 2.5 兆ドル引き上げられたことで、連邦政府の債務上限は約 31.4 兆ドルとなったが、202 年 10 月時点の債務残高は 31.2 兆ドルと上限まで約 2,000 億ドルとなっている。超党派政策センターによれば、2023 年 1-3 月期に債務残高が上限に達する可能性があると予想している。上限に達した後は、資金の枯渇を防ぐために、財務省が特別措置を通じて資金をやりくりすることが想定される。ただし、こうした資金のやりくりにも限界があり、仮に資金が枯渇することになれば、最悪の場合に米国債等の債務の返済が滞るといったデフォルトが発生することになる。

デフォルトを防ぐためには、債務上限の引き上げや上限の適用一時停止といった議会の合意が必要である。超党派政策センターは、議会の合意が遅れた場合、資金が枯渇しデフォルトする可能性が高い時期として 2023 年 7-9 月期を予想している。つまり、債務残高が上限に達し、資金が枯渇するまでの 2023 年上半期から下半期前半にかけては、債務上限を巡って民主・共和党間の攻防が激しさを増すことになるだろう。

過去を振り返れば、オバマ政権第 1 期の 2011 年に政府債務上限問題を巡って議会での議論が膠着したことで、財政リスクが高まったとの判断から米国債の格付けが引き下げられ、市場が大きく混乱した。この 2011 年の政府債務上限に伴う混乱は、2010 年の中間選挙で共和党が下院で過半数を奪還し、ねじれ議会となった後に発生した。足下では、共和党が政府支出の抑制のために、債務上限を活用するという方針を出している。2023 年は 2011 年の政府債務上限問題の再来、そして、それに伴う市場の混乱や景気の下振れリスクが懸念材料となるだろう。

図表 3　中間選挙の暫定結果、政府債務上限と政府債務残高



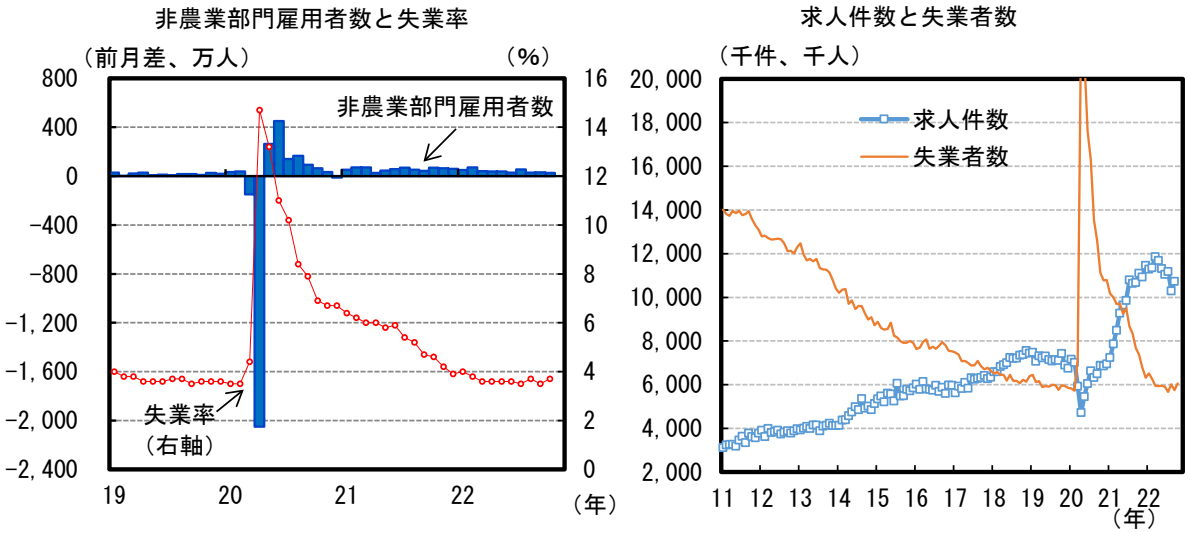
(注 1) 現時点で、民主党は上院での獲得議席数は 50 議席だが、採決の際に賛否が同数になった場合には、ハリス副大統領が賛否を決める。
(注 2) 左図は 11 月 18 日時点。
(注 3) 債務上限の空白期間は適用一時停止期間。
(出所) The New York Times、U.S.Treasury、Haver Analytics より大和総研作成

雇用環境は緩やかに悪化、労働需給のタイトさの緩和には時間を要する[2]

2022 年 10 月の雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月差＋26.1 万人と、市場予想を上回る結果となった。他方、失業率は同＋0.2%pt の 3.7%と市場予想を上回った（悪化）。失業者数の増加に加え、非労働力人口の増加（=労働市場への参入減）も伴っていることから、景気減速に応じて雇用環境が悪化しつつある兆しがうかがえる。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、前月比で見れば、賃金上昇率は加速しており、総賃金も前月並みの伸び幅となっていることから、労働需給がタイトな状況は継続しているといえる。

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（11/6-11/12）は 22.2 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。足下では、大手 IT 企業の人員削減に関する報道が相次いでおり、失業者数の押し上げ要因となることが想定される。しかし、IT 関連の雇用者数の規模は小さいことに加え、現段階においては幅広い業種で人員削減が始まったわけではない。また、労働需要に関しては、9 月の求人件数が前月差＋43.7 万件の増加となり、水準は 1,071.7 万件となった。10 月の失業者数が 605.9 万人であることを踏まえれば、IT 企業などで失業者数が多少増加しても、十分に吸収できるほど求人件数は高水準となっている。こうした高水準の求人件数は雇用環境の急激な悪化を抑制すると同時に、労働需給の緩和にも時間を要することを示唆しているといえよう。

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

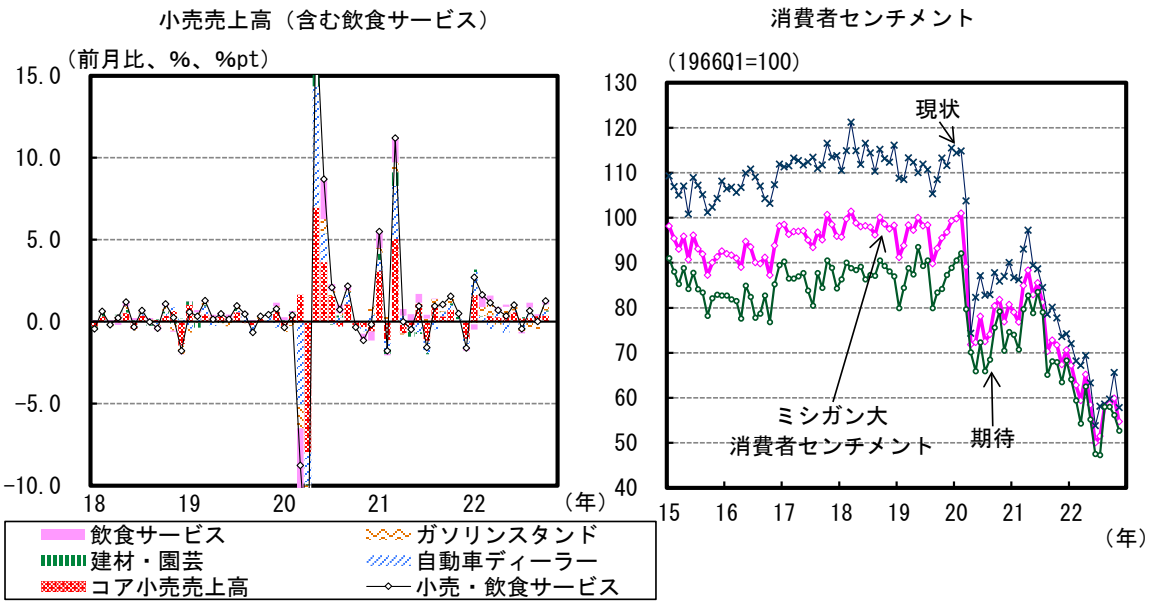
[2] 大和総研　ニューヨークリサーチセンター　矢作大祐「非農業部門雇用者数は前月差＋26.1 万人」（2022 年 11 月 7 日）参照　https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20221107_023383.html

小売売上高は堅調な結果も、消費者マインドは大幅に悪化

個人消費の動向を確認すると、2022 年 10 月の小売売上高（含む飲食サービス）は前月比＋1.3%となり、市場予想（Bloomberg 調査：同＋1.0%）を上回った。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＋0.7%と 2 カ月連続で加速した。小売売上高（含む飲食サービス）の内訳を見ると、ガソリンスタンド（同＋4.1%）や、飲食サービス（同＋1.6%）、飲食料品（同＋1.4%）など必需品の堅調さが目立つ。他方で、前月までのけん引役であった GMS（総合小売）（同▲0.2%）や衣服・宝飾品（同▲0.0%）は、新学期開始によるバック・トゥ・スクール関連の需要が一服したことで落ち込んだ。ただし、こうした GMS や衣服・宝飾品に関しても、ホリデー商戦の本格化に伴い、11 月以降は再び回復する可能性があるだろう。なお、実質ベースの小売売上高は、CPI が減速したこともあり、同＋0.8%と大幅なプラスに転じた。

小売売上高が堅調な伸びを示した一方で、消費者マインドは振るわなかった。ロイター／ミシガン大消費者センチメント（速報値）は、11 月が前月差▲5.2pt と 5 カ月ぶりに悪化した。その結果、水準は 54.7 と 7 月以来の低水準となった。構成指数の内訳を見ると、現状指数（同▲7.8pt）、期待指数（同▲3.5pt）ともに悪化した。ミシガン大学は、年齢や学歴、収入、地域、支持政党に関係なく、消費者マインドが悪化したと指摘している。その背景として、国際情勢や中間選挙を巡る不確実性が消費者センチメントを不安定化させたことを挙げている。また、期待インフレに関しては、短期・長期ともに 2 カ月連続で上昇した。FRB も重視する長期の期待インフレはレンジ内で推移しているものの、上昇トレンドに転換しつつあり、将来にわたってインフレ率が高水準で固定する可能性を示唆している。社会情勢や景気・物価に関する不確実性は依然として高く、消費者マインドの継続的な改善が難しいことを認識させる結果といえる。

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



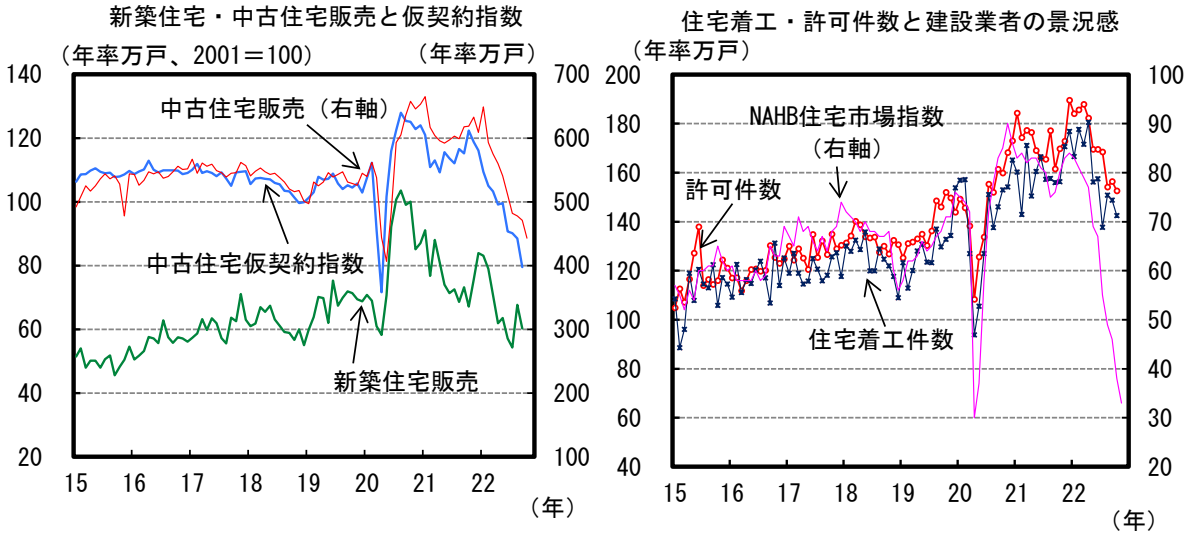
（出所）Census、ロイター/ミシガン大、Haver Analytics より大和総研作成

住宅市場はさらに悪化、建設業者のマインドはコロナ禍以来最低値に肉薄

住宅需要に目を向けると、2022 年 10 月の中古住宅販売（コンドミニアム等含む）は前月比▲5.9%と、9 カ月連続で減少し、マイナス幅も拡大した。また、2022 年 9 月の新築住宅販売（戸建）は、同▲10.9%と 8 月の大幅増からマイナスに転じた。中古住宅価格は低下し、新築住宅価格も伸びが緩やかになってきてはいるものの価格水準は高い。また、住宅ローン金利（30 年固定）も 7%前後と高水準となっており、住宅ローン申請件数も低水準で推移している。金融引き締めが続く中で、住宅需要関連指標はさらに悪化傾向を強めている。

住宅供給に関しては、新築住宅着工は、2022 年 10 月に前月比▲4.2%と 2 カ月連続で減少し、マイナス幅も拡大した。先行指標である建設許可についても、同▲2.4%と再びマイナスに転じた。こうした中で、住宅建設業者のマインドに関しても、一層悪化した。NAHB（全米住宅建設業協会）住宅市場指数を見ると、2022 年 11 月分は前月差▲5pt と大幅かつ 11 カ月連続で悪化し、水準も 33 とコロナ禍直後の最低水準である 2020 年 4 月の 30 に肉薄するほどの低さとなった。NAHB は、高水準の住宅ローン金利が住宅需要を抑制しているとコメントしている。そして、住宅建設業者は、住宅需要を活性化するために、販売価格の引き下げなどのインセンティブを増やしているとも指摘している。ただし、建材や人件費などは、販売価格の引き下げ幅ほど低下しておらず、住宅建設業者が直面する困難は増しているようである。住宅需要そして住宅供給が落ち込んでいるように、住宅市場は悪化が続いており、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

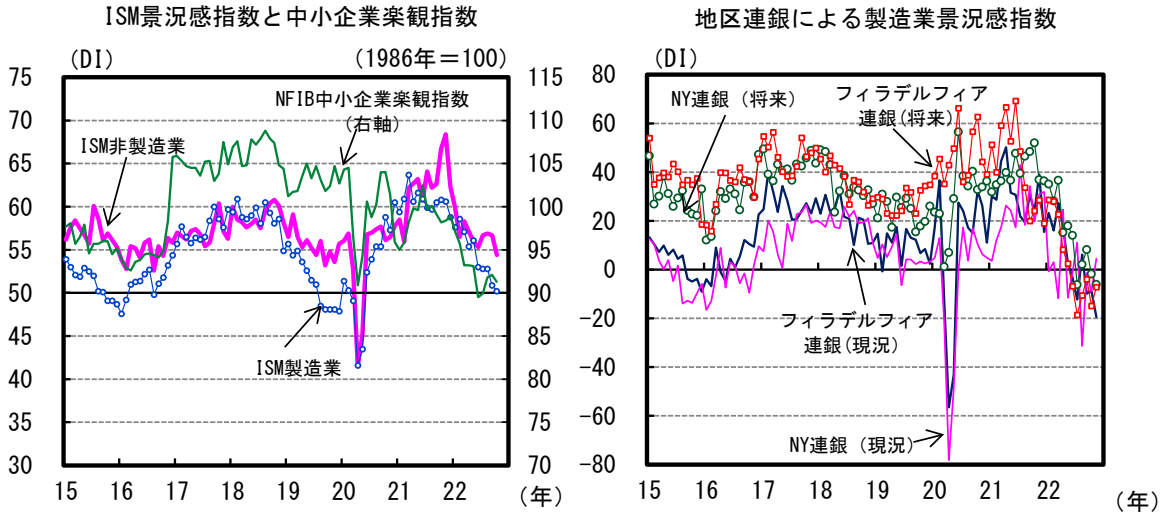
企業マインドは全般的に悪化

2022 年 10 月の ISM 景況感指数は、製造業が前月差▲0.7%pt の 50.2%と好不況の目安である 50%に肉薄した。また、非製造業は同▲2.3%pt と大幅に低下し、水準は 54.4%となった。非製造業に関しては、入荷遅延指数が改善した一方で、事業活動指数、新規受注指数、雇用指数が悪化した。また、製造業に関しては成長したと回答した業種が、18 業種中 8 業種と半数以下となった。非製造業に関しては、18 業種中 16 業種が成長したと回答している。コメントを見ると、非製造業に関してはサプライチェーンの混乱がビジネス上の課題として引き続き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過去に比べて一層目立つ。

中小企業マインドに関しては、2022 年 10 月の NFIB（全米独立企業連盟）中小企業楽観指数は、前月差▲0.8pt と 4 カ月ぶりに悪化し、水準は 91.3 となった。内訳項目を見ると、新規雇用創出のプラス幅が縮小するとともに、実質販売増加に対する期待や景況感の改善に対する期待のマイナス幅が拡大した。NFIB は、中小企業が先行きの売上に対して引き続き悲観的な見方を示している一方で、労働力不足などによって足下の需要に対する供給を増やせないままでいることを指摘している。

10 月の企業マインドをまとめれば、足下では供給制約が続いている一方で、先行きの景気悪化懸念が強まっているといえる。2022 年 11 月中旬までの動向を含む地区連銀景況感指数（現況指数）を見ると、NY 連銀（前月差＋13.6pt）が改善した一方で、フィラデルフィア連銀（同▲10.7pt）は悪化した。他方、将来指数は NY 連銀（同▲4.3pt）が悪化した一方で、フィラデルフィア連銀（同＋7.8pt）が改善した。方向感がまちまちであるものの、夏場以降いずれの指数も概ね 0 をはさんで±20pt のレンジ内で推移している。とはいえ、金融引き締めが続く中で、当面はプラス幅を拡大していくよりはマイナス幅を深掘りしていく可能性の方が高いだろう。今後-30pt 程度のレンジまで悪化した場合、過去の景気後退期と同等の水準となり、企業マインドの観点から米国経済の先行きに黄色信号が灯ることになる。

図表 7　ISM 景況感指数と NFIB 中小企業楽観指数、地区連銀による製造業景況感指数



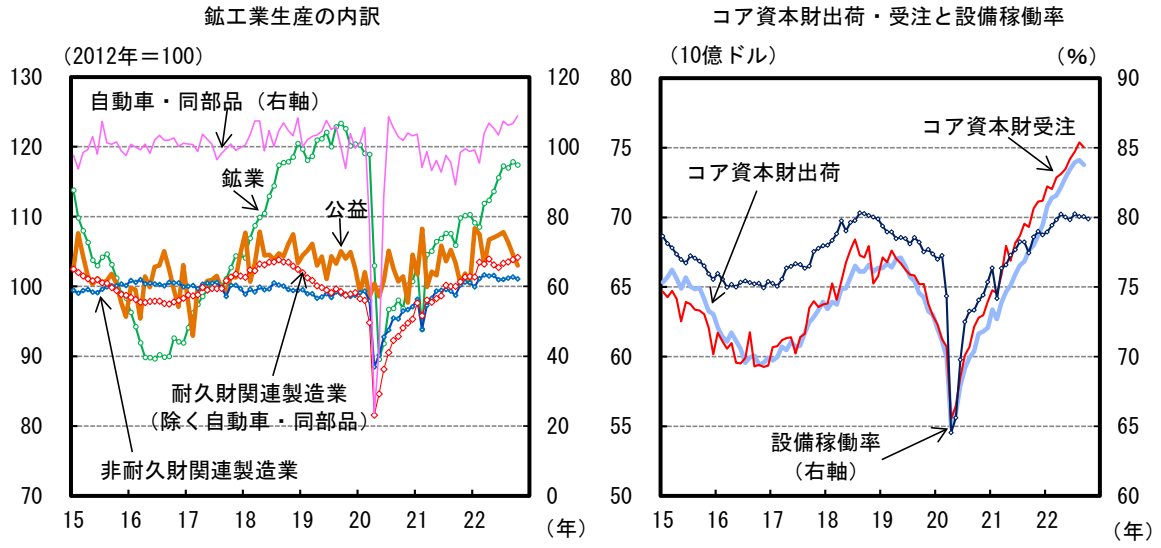
（出所）ISM、NY 連銀、フィラデルフィア連銀、NFIB、Haver Analytics より大和総研作成

10 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 10 月の鉱工業生産指数は前月比▲0.1%とマイナスに転じ、市場予想（Bloomberg 調査：同＋0.2%）を下回った。また、過去分に関しても、9 月が同＋0.4%から同＋0.1%へと下方修正されたことも踏まえれば、一層冴えなくうつる。10 月の内訳を見ると、製造業（同＋0.1%）がプラスを維持したが、公益（同▲1.5%）が 3 カ月連続で大幅な減少となったことに加え、鉱業（同▲0.4%）がマイナスに転じ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＋0.5%）が加速した一方で、非耐久財（同▲0.3%）が落ち込んだ。耐久財に関しては、自動車・同部品（同＋2.0%）や電気機械（同＋1.9%）、その他輸送用機器（同＋1.9%）、機械（同＋1.0%）が堅調であった。他方で、住宅市場が調整する中で木製品（同▲2.5%）はマイナス幅を拡大させ、家具・家事用品（同▲0.5%）もマイナスに転じた。非耐久財に関しては、印刷（同＋1.9%）や衣服・革製品（同＋1.0%）が高い伸びとなった一方で、石油・石炭製品（同▲1.9%）や紙（同▲0.8%）、繊維・繊維製品（同▲0.8%）が足を引っ張った。

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 9 月に前月比▲0.5%となり、先行指標であるコア資本財受注は同▲0.4%といずれもマイナスに転じた。9 月の鉱工業生産が下方修正されたことを踏まえれば、こうした出荷・受注の落ち込みも理解できる。また、10 月の鉱工業生産がマイナスに転じたことを踏まえれば、10 月の出荷・受注も引き続き冴えない結果となることが想定される。設備稼働率に関しては前月差▲0.2%pt 低下の 79.9%と、4 カ月ぶりに 70%台へと落ち込んだ。設備稼働率の水準は依然として高いものの、金融引き締めによって景気が減速する中で、製造業を中心にマインドは悪化しており、設備投資意欲は低下することが予想される。

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

2022 年 7-9 月期の実質 GDP 成長率は、前期比年率＋2.6%と、3 四半期ぶりにプラス成長に転じた。設備投資は加速し、米国経済の屋台骨である個人消費は底堅い結果となったものの、金融引き締めの影響を受け、住宅投資が大幅な減少となった。結果、米国経済の自律的な成長を意味する民間最終需要（個人消費、設備投資、住宅投資の和）は同＋0.1%と 4-6 月期（同＋0.5%）から伸び幅が縮小し、景気の減速感は強まった。

足下までの経済指標を踏まえれば、10-12 月期は住宅投資が引き続き下押し要因となる一方で、個人消費は堅調さを維持し、設備投資もプラスを維持することで全体を押し上げると見込む。個人消費が堅調な中で輸入も増えることで、7－9 月期のような純輸出の押し上げは期待しにくい。コロナ禍以降、民間在庫変動は下半期にプラスとなる傾向があるが、一部小売で在庫処分を進めていることから、大幅なマイナスにもプラスにもならないと見込む。結果、10-12 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率＋1.2%と 7-9 月期から減速すると予想する。

12 月の FOMC で利上げ幅の縮小を見込んでいるが、FOMC 参加者が予想するターミナルレートは 2023 年に 5%を上回る水準へと引き上げられると考える。市場ではインフレ減速に対する期待が強まり、利上げの終わりが意識され始めており、FOMC 参加者が予想するターミナルレートは市場の想定以上となる可能性がある。FOMC のスタンスが予想以上にタカ派的であることによって、足下で緩和している金融環境は急激にタイト化し、逆資産効果による個人消費の落ち込みなど、景気を急速に冷やすことが主な下振れリスクである。この他、ねじれ議会が、2023 年度本予算や政府債務上限問題を巡る混乱を引き起こし、景気を下押しし得ることにも注意が必要である。

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	2.6	1.2	0.2	0.0	0.3	0.8				
〈前年同期比、%〉	1.2	12.5	5.0	5.7	3.7	1.8	1.8	0.4	0.9	1.0	0.4	0.3	-2.8	5.9	1.9	0.7
個人消費	10.8	12.1	3.0	3.1	1.3	2.0	1.4	2.3	0.9	0.7	0.9	1.1	-3.0	8.3	2.7	1.3
設備投資	8.9	9.9	0.6	1.1	7.9	0.1	3.7	2.0	-0.1	-1.8	-1.9	0.0	-4.9	6.4	3.4	0.2
住宅投資	11.6	-4.9	-5.8	-1.1	-3.1	-17.8	-26.4	-25.6	-17.6	-9.7	-3.1	0.4	7.2	10.7	-10.5	-16.5
輸出	0.4	4.9	-1.1	23.5	-4.6	13.8	14.4	7.9	3.2	1.9	2.2	2.5	-13.2	6.1	7.8	5.6
輸入	7.6	7.9	6.6	18.6	18.4	2.2	-6.9	5.3	1.4	1.0	2.1	2.4	-9.0	14.1	8.9	1.1
政府支出	6.5	-3.0	-0.2	-1.0	-2.3	-1.6	2.4	1.5	1.2	1.2	1.4	1.5	2.6	0.6	-0.9	1.3
国内最終需要	9.9	8.2	1.7	2.0	1.3	0.2	0.5	1.2	0.3	0.2	0.5	1.0	-1.9	6.7	1.6	0.5
民間最終需要	10.6	10.7	2.1	2.6	2.1	0.5	0.1	1.2	0.1	0.0	0.3	0.9	-2.8	8.1	2.1	0.4
鉱工業生産	3.1	6.5	3.5	4.8	4.7	5.1	2.2	0.6	0.4	0.1	0.5	1.1	-7.0	4.9	4.2	1.0
消費者物価指数	4.1	8.2	6.7	7.9	9.2	10.5	5.7	5.0	5.0	4.1	3.2	3.0	1.2	4.7	8.1	4.9
失業率（%）	6.2	5.9	5.1	4.2	3.8	3.6	3.5	3.7	3.9	4.1	4.3	4.2	8.1	5.4	3.7	4.1
貿易収支（10億ドル）	-197	-204	-219	-225	-283	-253	-209	-206	-202	-200	-200	-200	-654	-845	-952	-802
経常収支（10億ドル）	-189	-206	-226	-225	-283	-251	-205	-200	-194	-190	-188	-186	-620	-846	-939	-758
FFレート（%）	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	1.75	3.25	4.50	5.25	5.50	5.50	5.50	0.25	0.25	4.50	5.50
2年債利回り（%）	0.13	0.17	0.23	0.53	1.44	2.72	3.38	4.46	4.68	4.98	4.98	4.85	0.40	0.27	3.00	4.87
10年債利回り（%）	1.32	1.59	1.32	1.54	1.94	2.93	3.11	4.03	4.20	4.48	4.52	4.43	0.89	1.44	3.00	4.41

（注 1）網掛けは予想値。2022 年 11 月 21 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　景気の谷は浅いか深いか

歳出を増やすユーロ圏と緊縮財政の英国、対照的な両者の選択

近藤 智也

［要約］

- 2022 年 7-9 月期のユーロ圏経済はプラス成長を維持したものの、ユーロ導入国の約 3 分の 1 がマイナス成長になった。ユーロ圏を取り巻く環境は混沌としており、年末から 2023 年初めにかけてマイナス成長に陥る可能性が高まっている。

- 引き続き、ロシアによるウクライナへの軍事侵攻が重しになっている。エネルギーや食料品等の価格高騰は個人消費の足を引っ張り、エネルギー供給への懸念は企業景況感や消費者マインドを押し下げ、先行きへの不透明感が企業や家計に慎重な支出行動を強いている。

- 温暖な冬はエネルギー需給の逼迫を緩和させるポジティブな要因だが、天候次第という不確実性を払拭できない。高インフレに対処するため、ECB は政策金利を大幅に引き上げてきたが、インフレ率は ECB の想定を上回っており、2023 年春まで利上げは続くだろう。

- 長短金利の上昇傾向は、住宅ローンを組む家計や事業資金を調達する企業だけでなく、歳出が膨らむ政府の借入コストを増やす。域内における財政余裕度・信用力の格差拡大は、各国の足並みの乱れにつながる恐れがある。

- ユーロ圏よりも一足早くマイナス成長に陥った英国は、インフレ・経済見通しともに大陸欧州よりも厳しい。その一因は金融市場の混乱を引き起こした自業自得の要素が強いが、新政権が示した緊縮財政政策がうまくいくかは依然として不透明である。

ユーロ圏経済

7-9 月期の GDP 成長率は年率＋0.8%に大きく減速 ～ 主要国はプラス成長を維持

ユーロ圏の 2022 年 7-9 月期の実質 GDP 成長率(改定値)は前期比＋0.2%(年率換算＋0.8%)となり、6 四半期連続でプラス成長を維持した[1]。もっとも、1-3 月期の同＋0.6%、4-6 月期の同＋0.8%からは大幅に減速した。ユーロ圏各国の 7-9 月期の成長率を見ると、キプロスが同＋1.3%と最も高い伸びを示し、次いでイタリア（同＋0.5%)、ポルトガルとリトアニア（いずれも同＋0.4%）が続く。ただ、イタリアは前期の同＋1.1%から半減した他、フランスも前期の同＋0.5%から同＋0.2%に半減、スペインに至っては前期の同＋1.5%から同＋0.2%に急減速した。だが、マイナス成長が予想されていたドイツは同＋0.3%と、主要国の中では例外的に前期の同＋0.1%から加速した。一方、ラトビア（同▲1.7%）やスロベニア（同▲1.4%)、オランダ(同▲0.2%）等は前期から伸び率が大幅に減速してマイナス成長に陥った。この結果、ユーロ圏のうち 7-9 月期がプラス成長となったのは主要国を含む 8 カ国、マイナス成長は中堅国を中心に 6 カ国だが、この段階で 2 四半期連続のマイナス成長に陥った国はない[2]。

フランスとスペインは同じ成長率（前期比＋0.2%）となったが、中身を見るとやや対照的である。フランスの場合、輸入の増加によって外需寄与度が 3 四半期ぶりのマイナスに転じたが、民間企業の設備投資や政府の最終消費の増加が貢献し内需（在庫を除く）が同＋0.4%と前期から加速した。家計消費は同横ばいにとどまった。春先に顕在化した行動制限緩和のプラス効果が一巡した結果、ホテルおよびレストランサービスや輸送サービスといったサービス支出が前期から大幅に減速し、食品・エネルギーを含めた財の支出はマイナスとなった。家計消費の低迷を補ったのが総固定資本形成であり、輸送機器や情報通信サービスの設備投資が好調だった。

スペインの中身を見ると、家計の最終消費支出が堅調に推移した他、政府の最終消費支出は 4 四半期ぶりに増加する等、消費関連はむしろ前期から加速した。総固定資本形成は前期から減速したが、住宅等の建設投資が 3 四半期ぶりに減少したことが響いたとみられる。ECB による金融引き締めに伴う金利上昇の影響が駆け込み需要の反動と共に顕在化した可能性もあり、今後の動向には注意が必要だろう。一方、外需は、フランス同様に輸入増のために寄与度がマイナスとなり、7-9 月期全体では減速につながった。

需要項目の詳細が明らかになっていないドイツについて、ドイツ連邦統計局は、7-9 月期は主に民間消費支出の増加によると指摘し、コロナ感染の継続やサプライチェーンの混乱、物価上昇、そしてウクライナ侵攻といった世界経済を取り巻く困難な状況にもかかわらず、ドイツ経済は何とか持ちこたえていると現状を評価した。また、イタリア国家統計局は、7-9 月期のイタリアは農林水産業と鉱工業の両方が減少する一方、サービス業が増加し、また、需要項目別では内需（在庫変動等）がプラスに寄与する一方、外需が押し下げ要因になったと言及した。

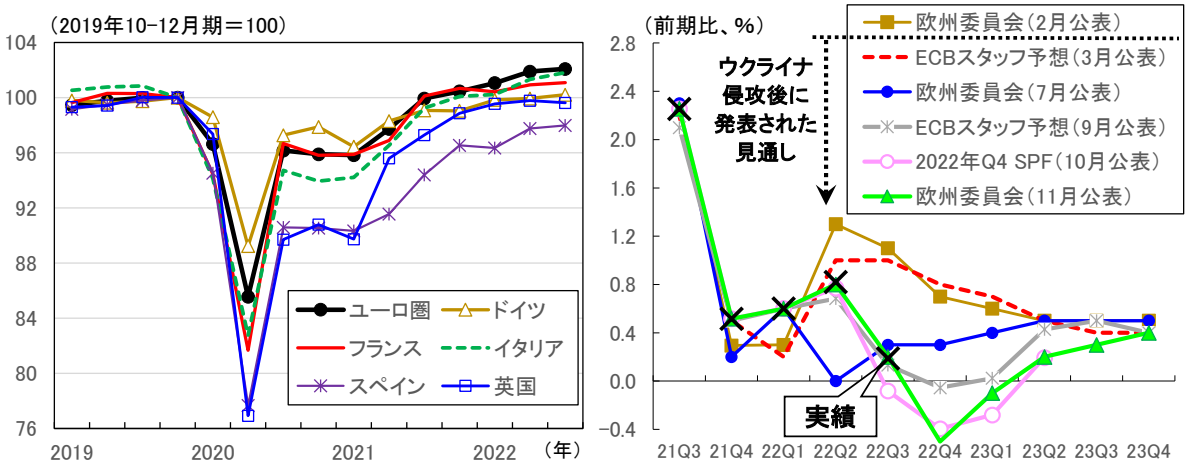
---

[1] 速報値は前期比＋0.2%（年率換算＋0.7%）で、わずかながら上方修正された。ECB が発表した専門家への調査（Survey of Professional Forecasters、SPF、10 月 28 日公表）では同▲0.08%と予想されていた。詳細は、拙稿「ユーロ圏、22 年 7-9 月期はプラス成長を維持」(大和総研レポート、2022 年 11 月 1 日）を参照。

[2] 7-9 月期未公表 5 カ国のうちエストニアとルクセンブルクに関して、欧州委員会は、4-6 月期に続いて 7-9 月期もマイナス成長になると予想している。

マイナス成長を回避したユーロ圏経済だが、7-9 月期実績（速報）を踏まえた欧州委員会の見通し（11 月 11 日公表）では、10-12 月期が前期比▲0.5%、2023 年 1-3 月期が同▲0.1%と 2 四半期連続のマイナス成長、いわゆるテクニカルリセッションが想定されている。ただ、国によって景気後退の長さや深さは異なり、主要国ではドイツの景気の谷が深く、かつ回復のスピードも鈍い。また、エストニアやルクセンブルク、オーストリアは 3 四半期連続のマイナス成長が予想されている。欧州委員会は、ユーロ圏全体では 2023 年 4-6 月期以降プラス成長を辿ると見込んでおり、2022 年の＋3.2%から 2023 年は＋0.3%に減速した後、2024 年は＋1.5%に加速し、概ねユーロ圏の潜在 GDP に近づくと予想している（2024 年の GDP ギャップは▲0.2%に縮小）。

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



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

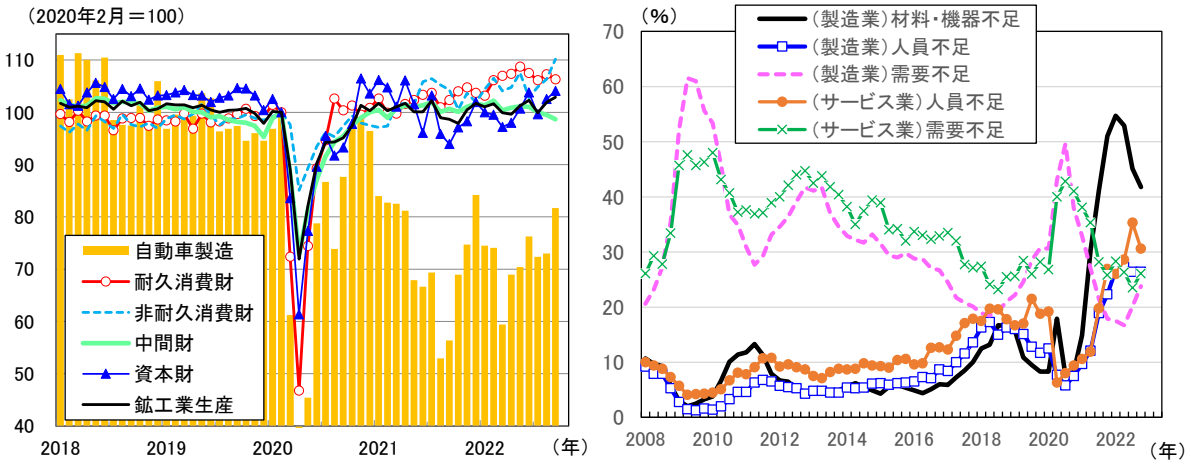
引き続き、ロシアによるウクライナへの軍事侵攻がユーロ圏経済の重しになっている。侵攻を機にエネルギーや食料品等生活必需品の価格が高騰したことが個人消費の足を引っ張る他、エネルギー供給への懸念は企業景況感や消費者マインドを大幅に悪化させ、先行きへの不透明感が企業や家計に慎重な支出行動を強いている。温暖な冬はエネルギー需給の逼迫を緩和させるポジティブな要因だが、天候次第という不確実性は払拭できない。また、ユーロ安は財の輸出や域外からの旅行需要を後押しする等ポジティブな面がある一方、輸入物価の上昇を通じてインフレ率を押し上げるという副作用をもたらす。高インフレに対処するため、ECB は連続して政策金利を大幅に引き上げてきたが、インフレ率は ECB の想定を上回っており、2023 年春まで利上げは続くだろう。さらに、ECB は、利上げの先に段階的な量的引き締め（QT）も視野に入れている。長短金利の上昇傾向は、住宅ローンを組む家計や事業資金を調達する企業だけでなく、エネルギー対策で歳出（イコール債務）が膨らむ政府部門の借入コストを増やす。そして、域内における財政余裕度・信用力の格差拡大は、各国の足並みの乱れにつながる恐れがある。このように、ユーロ圏経済を取り巻く環境は混沌としており、年末から 2023 年初めにかけてマイナス成長に陥る可能性が高まっている。

企業景況感・消費者マインド、依然として回復の兆しが見られず

9 月のユーロ圏の鉱工業生産（建設除く）は前月比＋0.9%と市場予想を上回る伸びとなった。

8 月分も、当初の同＋1.5%から同＋2.0%に上方修正された（主要国には大きな修正はなく、ベルギーやオーストリア、アイルランド等の上方修正が寄与）。内訳は、非耐久消費財や資本財が増加基調を保ったのに対して、中間財（4 カ月連続）やエネルギー（3 カ月連続）の減少が続き、耐久消費財の生産も直近 4 カ月間で 3 回目のマイナスとなった。国別では、アイルランドが同＋11.9%と前月に続く高い伸びを記録し、ベルギー（同＋7.1%）やオランダ（同＋1.6%）が続く。対照的に、リトアニア（同▲8.2%）やギリシャ（同▲4.5%）、エストニア（同▲3.6%）が大きく落ち込んだ。7-9 月期で見ると、ユーロ圏全体ではプラスを維持したが、夏以降の企業マインドの悪化を踏まえると 10-12 月期以降も増産が続くか不透明といえよう。また、製造業やサービス業のビジネス上の制約要因としては、材料・機器不足や人員不足といった供給サイドの問題が主に挙げられてきたが、直近では需要不足も増え、景気減速の影響を受け始めている。

図表 2　ユーロ圏の鉱工業生産（左）、ユーロ圏企業の生産活動の制限となる主要因（右）



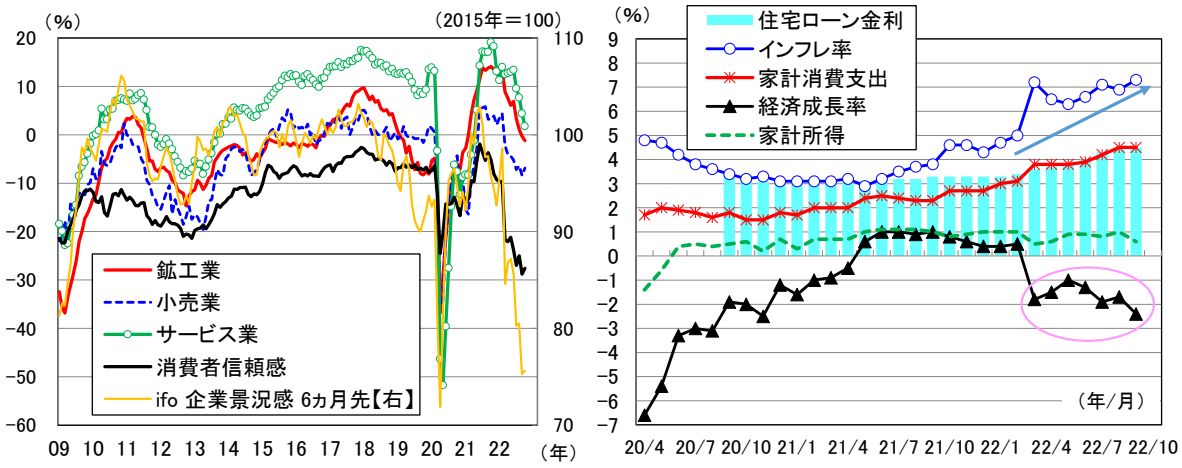
（出所）Eurostat、欧州委員会、Haver Analytics 資料より大和総研作成

10 月のユーロ圏の景況感指数（総合、欧州委員会発表）は 92.5 と 8 カ月連続で低下し、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きた消費者マインドが一旦下げ止まったのに対して、企業の景況感は業種によってばらつきが見られる。小売業（マイナス幅が縮小）と建設業（小幅改善）がポジティブに変化したのに対して、ウェイトの大きい鉱工業とサービス業の景況感悪化は止まらない。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、さらには世界経済の減速傾向や金融政策の引き締め（金利上昇）がユーロ圏全体の企業経営者や消費者のマインドの重しになっているとみられる。主要国の中で 8 カ月間の累積悪化幅が最も大きかったのがドイツである。ifo 経済研究所が発表した 10 月のドイツ企業の景況感指数は 84.3 と前月（84.4）からほぼ横ばいになった。ビジネス環境の現状認識は 5 カ月連続で低下する一方、先行き（半年先）の見通しは 2 カ月ぶりに改善した。もっとも、ifo は、“期待値は改善したが、今後数カ月間に対する不安は残っている。ドイツ経済は厳しい冬に直面している”と指摘する。

下げ止まった形の消費者マインドにしても、消費者を取り巻く環境は厳しい状況には変わりない。ECB の消費者を対象にした調査（CES）によると。今後 12 カ月の成長率見通しはウクライナ侵攻以降マイナス成長に転じ、直近 9 月調査では▲2.4%に拡大している。調査対象の 6 カ国

を見ると、イタリアやベルギーの落ち込みが▲4%台と大きく、オランダやフランスが続き、スペインのマイナスが最も小さい（▲1.1%）。依然として消費者のインフレ予想は上昇しており、7.3%と過去最高を更新した。いずれの国もインフレ率は上昇していくと想定されるものの、イタリアが約 11%、フランスが約 5%と乖離が見られる。消費者は、高インフレを背景に消費支出が増え続けると予想する一方、所得の伸びは景気悪化予想のためか、8 月の＋1.0%から＋0.6%に鈍化すると慎重だ。所得と支出のギャップを埋めるために、消費者は貯蓄の取り崩しで補わざるを得ないだろう。また、住宅ローン金利の先高観が一段と強まっており、新規に住宅取得を検討している家計には重荷である。同時に、住宅価格の上昇率は頭打ち傾向が見られ、オランダやドイツの鈍化が鮮明になっている。価格調整がさらに進むと、新規取得にはポジティブでも、既存の取得者にとっては資産の目減りを意味し、負の資産効果が作用する可能性がある。

図表 3　ユーロ圏の企業景況感・消費者マインドの推移（左）、ユーロ圏の消費者の見方（右）



（注）右図：ECB 調査で、今後 12 カ月の伸び率や水準を示す。
（出所）欧州委員会、ifo 経済研究所、ECB、Haver Analytics 資料より大和総研作成

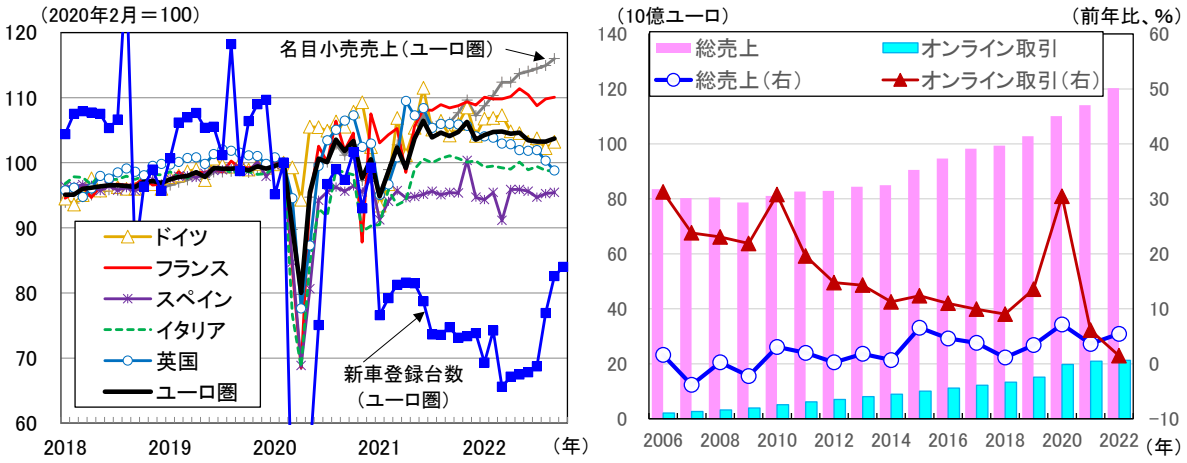
高インフレは、引き続き個人消費の重し

9 月のユーロ圏の実質小売売上は前月比＋0.4%と 4 カ月ぶりに増加に転じた。非食料品（自動車燃料を除く）が同＋1.0%、食品・飲料等が同＋0.4%、オンライン販売も同＋2.6%と揃って増加した。国別では、オーストリア（同＋3.9%）やマルタ（同＋1.7%）、オランダ（同＋1.3%）等が高い伸びを記録した。主要国では、ドイツが同＋1.0%と 2 カ月ぶりに増加したが、スペインやフランスは前月から伸び率が大幅に鈍化し、イタリアは同▲0.1%と 2 カ月連続で減少した。その他、スロベニア（同▲3.7%）やアイルランド（同▲2.0%）、ポルトガル（同▲2.0%）が大きく落ち込んだ。7-9 月期全体では、実質ベースでは前期比▲0.7%と 3 四半期連続で減少する一方、名目ベースは同＋1.6%と増加し、高インフレのために両者の乖離は拡大している。消費者マインドの悪化は数量ベースの減少、つまり実質購買力の低下を反映していると考えられる。

クリスマスに向けてホリデー商戦が本格化するが、業態によっては重要な書き入れ時である。ドイツ小売業協会（HDE）が発表した 2022 年のホリデー商戦見通しによると、11-12 月の売上高は前年比＋5.4%と 2021 年の同＋3.6%から伸び率が高まると予想されている。だが、これは高インフレによる影響が大きく、HDE は実質ベースでは前年比▲4.0%に落ち込むと見込んでいる。

また、コロナ禍では非接触型のサービスが活発になり、オンライン取引は大幅に増加してきたが、行動制限の解除を受けて対面でのサービスが本格化していることを反映し、実店舗等の売上（除くオンライン取引）の伸びがオンライン取引を上回る見通しとなっている。2022 年のオンライン取引は同＋1.4%と大きく鈍化すると予想され、実質ベースのマイナス（同▲4.5%）は避けられないだろう。HDE は、2022 年のホリデー商戦は高インフレと消費者マインド悪化の影響を受けるとみており、実際、企業の約 7 割が前年水準を下回るだろうと回答しているという。

図表 4　欧州各国の実質小売売上と新車登録（左）、ドイツのホリデー商戦見通し（右）



（注）小売売上は自動車を除く。左図：凡例内は実質小売売上。右図：2022 年は HDE による予測。
（出所）Eurostat、ECB、HDE、Haver Analytics 資料より大和総研作成

ユーロ圏のインフレ率は依然としてエネルギー要因で押し上げられる ～ ECB の想定を上回る

10 月のユーロ圏の CPI（HICP）は前年比＋10.6%（速報値は 10.7%）となり、統計で遡及できる 1997 年以降の最高を更新した。9 月に続いて 10 月も、ECB スタッフのインフレ見通し（9 月時点で、2022 年後半のインフレ率は同＋9.1%～＋9.2%で推移すると予想）を大きく上回っている[3]。要因分解すると、エネルギー価格の上昇（同＋41.5%）がインフレ率を押し上げる最大の要因であり、寄与度は全体の約 4 割を占めた。後述するように、エネルギーの市場価格や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っている。加工食品、アルコール・たばこ、そして非エネルギー生産財価格の寄与度も拡大した。また、10 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＋5.0%と過去最高を更新した。コアインフレ率がピークをつけるまで利上げを継続すべきという ECB メンバー（ビルロワドガロー・フランス中銀総裁等）からの言及もあり、今後の金融政策を占う上でコアインフレ率の動向も注目される。

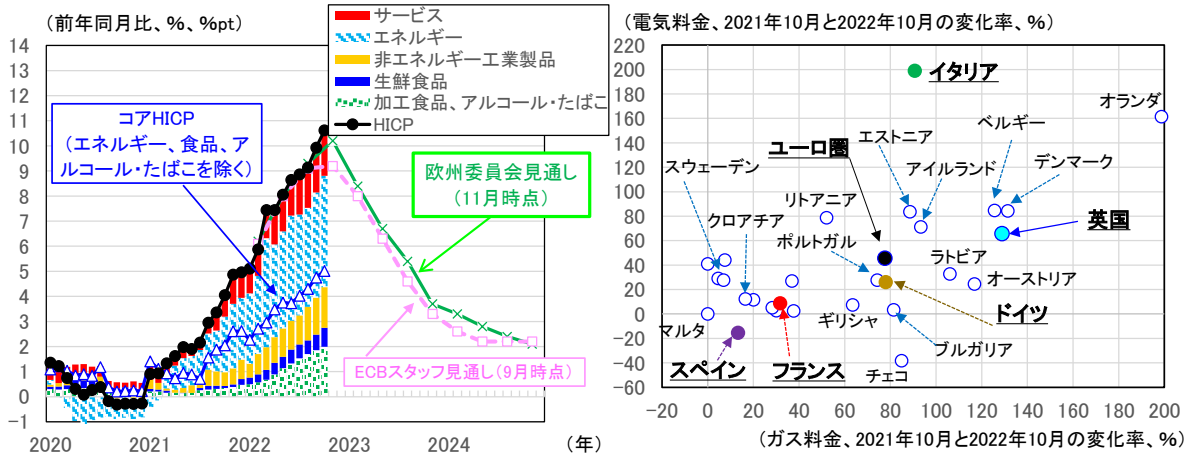
国別の HICP の伸びを見ると、エストニアの前年比＋22.5%を筆頭にリトアニア（同＋22.1%）、ラトビア（同＋21.7%）、オランダ（同＋16.8%）等のインフレ率が高いものの、9 月よりも小幅ながら伸び率が鈍化した。フランス（同＋7.1%）やスペイン（同＋7.3%）、マルタ（同＋7.4%）等は上昇率の低いグループだが、総じて高いグループとの乖離幅は縮小している。主要国の中

[3] 欧州委員会が 11 月に発表した見通しでは 10-12 月期のインフレ率を前年比＋10.2%と予想しており、10 月実績は想定をやや上回っている。

では、イタリア（同＋12.6%）とドイツ（同＋11.6%）が 2 桁を超える高い伸びとなった。代表的なエネルギー価格である電気料金とガス料金に注目すると各国で上昇率が大きく異なり、イタリアやオランダのように前年比で価格が 2～3 倍になっている国もあれば、スペインやフランスのように電気料金を中心に価格が抑制されている国もある。

電源構成の違いの他、エネルギー価格高騰対策の一環として欧州各国が実施あるいは予定している、付加価値税（VAT）の軽減や家庭向けの価格補助、電力料金の上限設定・ガス料金凍結等の支援策が、CPI の伸び率抑制に寄与していると考えられる。もっとも、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、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る一方、脆弱な国との格差拡大は各国の足並みの乱れにつながる恐れがある。

図表 5　ユーロ圏のインフレ率の推移（左）、欧州各国のエネルギー価格の変化（右）



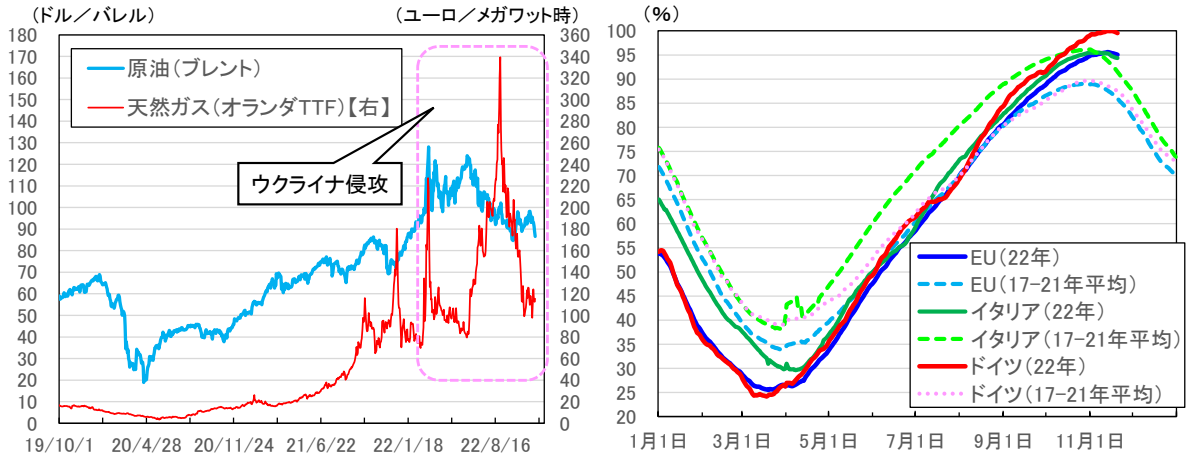
（出所）Eurostat、欧州委員会、ECB、ONS、Haver Analytics 資料より大和総研作成

加盟国間の不均衡を回避する手段として、EU で検討されているガス価格の上限設定や共同購入等の計画は、議論の進展とともに市場価格を押し下げている。ただ、EU のガス価格を押し下げる試みはかえってガスの需要（消費量）を増やしてしまう可能性が指摘されている他、安値を嫌って域外からのエネルギー供給が滞ることも想定される。同時に、域内のエネルギー（電力）が、高値で購入しようとする域外に流出することを阻止する対応も求められる。結果的にエネルギー市場の需給が逼迫し、価格上昇圧力を高めてしまう恐れがある。需要超過の状況において、需要サイドが価格をコントロールしようとする試みは困難を伴う点に留意すべきだろう。

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、11 月 20 日現在の EU の貯蔵率は 95.05%となっている（より高い最終目標を設定しているドイツの貯蔵率は 99.55%まで上昇）。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が注目される。例年であれば、11 月に入るとガスの貯蔵率は低下トレンドを辿っていくが、幸い今年は温かい冬のために暖房需要が抑制されていることもあって、ガスの貯蔵率は直近でも高水準を維持してきた。それでも、11 月後半になるとわずかではあるが、貯蔵率が低下し始めている。

引き続き、天候という不確実要因に大きく左右される点を考慮する必要がある。暖冬になれば、景気の下押し圧力は限られ、景気後退の長さや深さは想定ほど深刻にはならないだろう。逆に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市場価格が上昇へ）、一層の節ガスを求めて、政府は一段と厳しい対応を迫られる可能性がある。家庭用を優先して産業向けを減らせば生産活動への影響は避けられず、家庭向けも配給制になれば消費活動を制約することになる。また、仮にこの冬を乗り切ったとしても、ロシアからの調達が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り、2023 年の欧州経済見通しを左右する一因になるだろう。

図表 6　原油・天然ガス価格の推移（左）、欧州のガス貯蔵率の推移（右）



（出所）Gas Infrastructure Europe（AGSI＋）、Haver Analytics 資料より大和総研作成

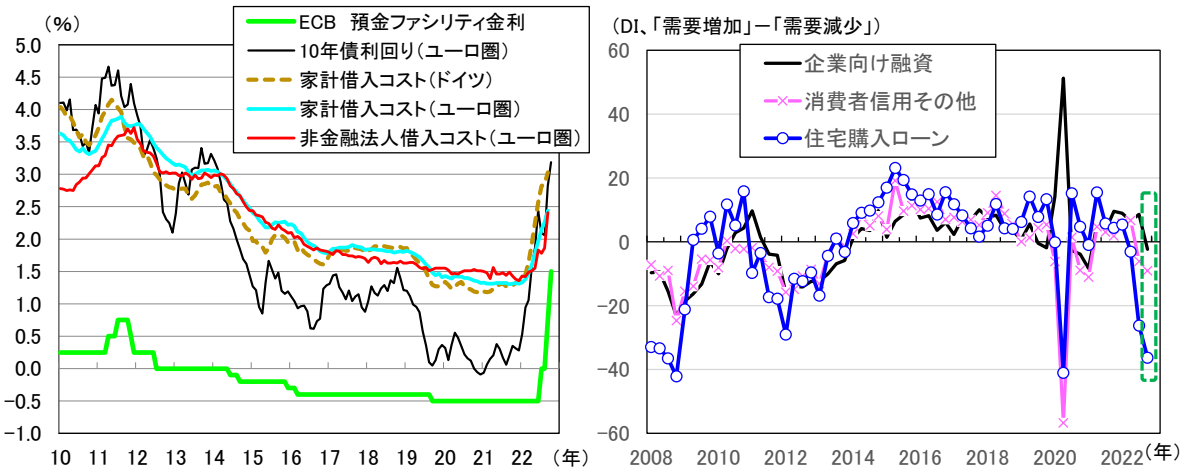
ECB は 10 月 27 日に開催された金融政策理事会で政策金利を 75bp 引き上げることを決定し、7 月の 50bp、9 月の 75bp に続く大幅な利上げとなった。また、ラガルド総裁は記者会見で、次回 12 月の理事会において、資産買入れによって積み上がったままのポートフォリオ削減に関する議論を行い、重要な原則を決定する予定であると言及した。市場では、ラガルド総裁の発言や声明文の文言の表現の変化等から、今後の利上げペース減速の可能性も指摘されている。具体的には、10 月を含めた 3 回の大幅な利上げによって金融政策の緩和的な状態の解除がかなり進展しているという認識を示した上で、9 月の声明文で登場した“今後数回（several）の理事会で利上げを継続する”が削除されて、“さらに金利を引き上げるだろう”に変更された点等である。ただ、肝心のインフレ率は ECB の想定を上回って推移しており、12 月に示される予定の ECB のインフレ見通しは再度引き上げられる可能性が高い。従って、ECB はインフレを抑制するために 2022 年末から 2023 年春にかけて利上げを継続する一方、ユーロ圏全体の景気悪化に配慮して、利上げのペースダウンを判断するという難しい対応を迫られることになろう。

さらに、利上げが一定水準に達した後の対応として、大幅に膨らんだ ECB の証券保有残高を減らすという QT をどのように進めていくかが課題となろう。QT のスピードにはメンバー間で温度差があるとみられるが、Fed や BOE 等の前例にあるように、まずは満期償還分の再投資を停止して残高の自然減を進め（受動的な QT）、次に積極的な資産売却というプロセスが穏当なところだろう。いずれにせよ、QT の本格化は金利水準が高止まりする要因になる。

ECB が公表したユーロ圏の銀行貸出調査（10 月 25 日公表）によると、7-9 月期の企業向けのローン需要（DI、以下同じ）はプラス圏（需要超過）にとどまり、企業の資金ニーズが強いことを窺わせたが、10-12 月期は 7 四半期ぶりにマイナスに転じ、景気減速と金利上昇（借入コスト増）が企業の借入意欲を低下させると予想されている。もっとも、3 カ月前の調査でも 7-9 月期はマイナスになると予想されたが、実際にはプラスを維持した。翌四半期を慎重にみるのがパターンで、しかも過去の危機であるリーマン・ショックや債務危機、コロナ禍に比べると、軽微な落ち込みといえる。一方、家計向けの貸出需要は企業向けに先んじて悪化しており、特に住宅ローン需要は 4-6 月期からマイナスに転じ、7-9 月期実績および 10-12 月期予想のマイナス幅は過去の危機のボトムに近い水準まで拡大している。また、7-9 月期実績の消費者信用も 6 四半期ぶりにマイナスとなり、金融機関は年末にかけて資金需要が縮小すると慎重だ。

金融機関側の貸出基準を見ても、4-6 月期から引き締め度合いを強化しており、特に住宅ローンに関しては、リーマン・ショックの 2008 年末以来の厳しさとなっている。10-12 月期にかけて、金融機関は企業向けの貸出基準を一段と厳しくしようとしており、仮に実現すると、2011 年 10-12 月期以来の高水準となり、企業の資金ニーズとはギャップが生じよう。企業は資金調達に苦労し、景気悪化に拍車がかかる可能性がある。

図表 7　借入コストの推移（左）、ローン需要の強さ～銀行貸出調査（右）



（注）左図：家計の借入コストは住宅購入目的。右図：2022 年 10-12 月期は 3 カ月先の見通し。
（出所）Eurostat、ECB、Haver Analytics 資料より大和総研作成

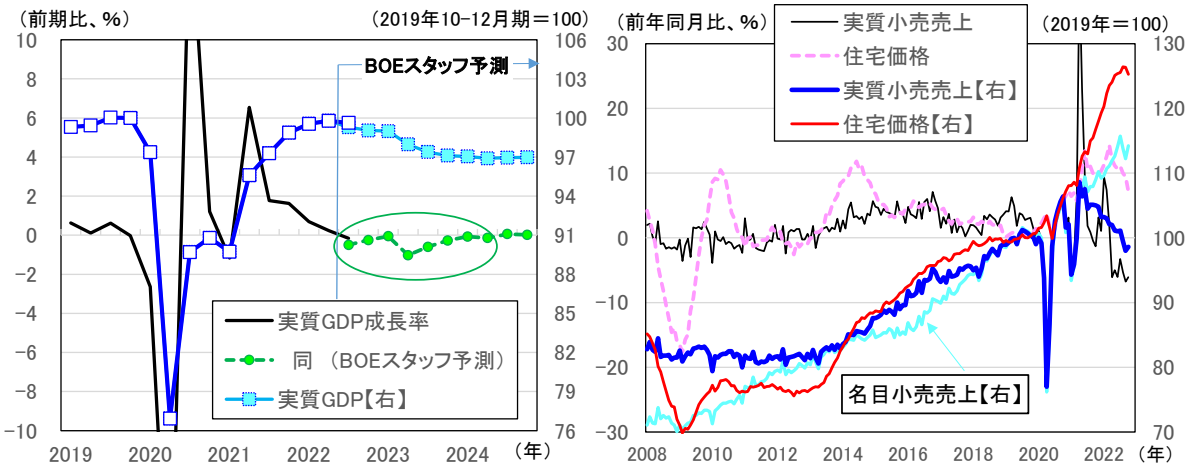
英国経済

7-9 月期はマイナス成長となり、英国は一足先に景気後退入りへ

英国の 7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比▲0.2%（年率換算▲0.7%）と 6 四半期ぶりにマイナス成長となった。9 月にはエリザベス 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多くの企業・店舗が休業したり、通常とは異なる営業を行ったりしたという特殊要因が作用した面もある。需要項目では、家計最終消費支出（非営利除く）が同▲0.5%と 6 四半期ぶりにマイナスとなる一方、政府最終消費支出は国防関連を中心に同＋1.3%と 3 四半期ぶりに増加し、対照的な結果となった。前者は、被服・履物や家庭用品、家具、通信、食料、輸送等広範な品目の支出が減少した。名目の家計最終消費

支出は同＋1.7%と堅調に推移したものの、高インフレが実質ベースの支出を大きく押し下げた。総固定資本形成は同＋2.5%と 2 四半期ぶりに増加に転じ、住宅や非居住用等の建設投資が牽引した他、機械や無形固定資産等の企業の設備投資に当たる部分も増加した。ただ、夏以降、住宅関連指標は減速傾向が見られ、BOE の連続利上げに加えて、9～10 月にかけての政治の混乱に伴う金利高騰によって、その傾向が一段と鮮明になっていると考えられる。従って、7-9 月期の住宅投資の増加は金利先高観を反映した駆け込み需要の様相が強く、10-12 月期以降は大きく落ち込む可能性がある。また、在庫要因が成長率を約 3.9%pt も押し下げた。ONS によると、小売業と製造業で大幅な在庫削減が発生し、小売業は高インフレを背景とした需要の落ち込み、製造業は原材料の入手困難というサプライチェーン問題がそれぞれ在庫減につながったという。一方、在庫要因のマイナスを相殺したのが外需であり、寄与度は同＋3.3%pt と最大の牽引役になった。もっとも、輸出が同＋8.0%と増加したこと（主に非貨幣用金の増加）に加えて、輸入が同▲3.2%と減ったことが影響しており、慎重な解釈が求められよう。

図表 8　英国の GDP の推移（左）、実質小売売上と住宅価格の推移（右）



（注）左図：BOE スタッフ予測は市場が見込む金利見通しを前提。右図：小売売上は自動車燃料を含む。
（出所）ONS、BOE、Nationwide Building Society、Haver Analytics 資料より大和総研作成

BOE は 11 月初めに開催された金融政策委員会で、政策金利を 75bp 引き上げて 3.00%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 8 会合連続の引き上げとなり、2008 年 11 月以来、14 年ぶりの高水準となった。ただ、今回の決定に関しても、9 人の BOE メンバーの見解が分かれた。ベイリー総裁を含む 7 人が約 33 年ぶりの大幅利上げとなる 75bp の引き上げを主張する一方、2 人がより小幅な利上げ（50bp、25bp）を求めた。前回 9 月の 5 対 4 の僅差での決定に比べると、インフレ率が BOE の想定を上回るペースで加速していることを背景に、利上げ幅の拡大は想定内であった。ただ、前回の会合からの約 1 カ月半は、トラス前政権が引き起こした市場の混乱に対処するために BOE は緊急対応を迫られていた期間であり[4]、ある意味、特殊な環境下で今回の会合を迎えたことになる。

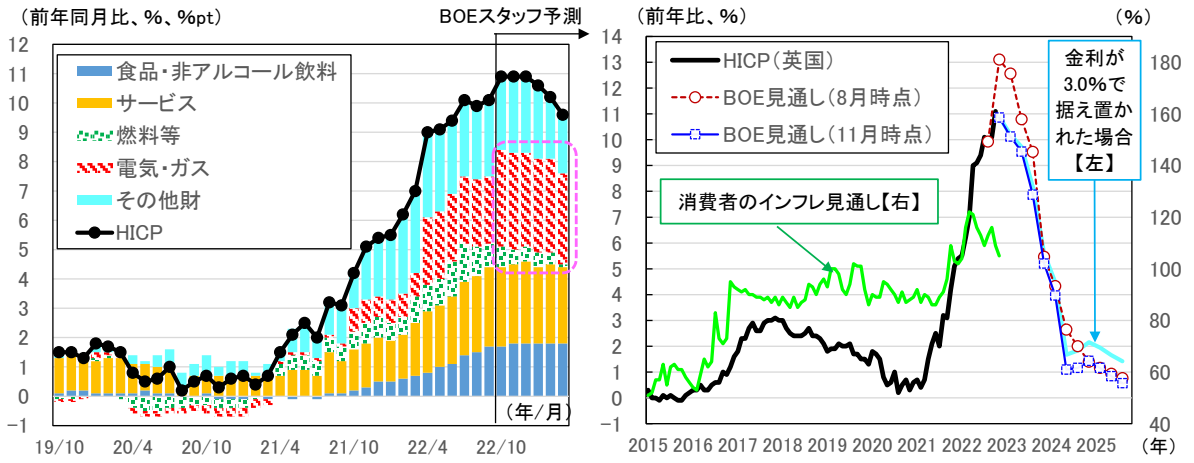
[4] 具体的には、9 月 28 日に、国債買入れを 10 月 14 日までの期間限定ながら無制限に実施することで市場安定化を図り、合わせて積極的な資産削減の開始を 10 月末まで延長することを発表した。そして、様々なプレッシャーに晒されながらも、予定通り緊急措置を終了した。また、10 月 19 日には、当面は長期国債を売却の対象としない等の配慮はあるものの、BOE は延期していた資産売却を 11 月 1 日から開始すると発表した。

利上げと同時に発表されたBOEのインフレ・経済見通しでは、今後、金融市場が織り込んでいる想定に基づいて金利が推移するケースと、金利が3.0%で据え置かれるケースの二通りが示される。前者の想定は、2023年に入っても金利は1-3月期、4-6月期と約100bpずつ引き上げられ、2023年後半は5.2%弱で推移し2024年を通じて緩やかに低下する（約40bp）という。後者のケースでは、2022年7-9月期から2023年10-12月期まで1年半に及ぶマイナス成長が予想されるのに対して（2023年の成長率が▲0.9%、2024年が▲0.2%）、金利上昇ケースではマイナス成長が2022年7-9月期から2年間にわたり、しかも2023年の成長率が▲1.6%、2024年が▲0.9%とより深刻なリセッションに陥ると見込まれており、金利上昇のインパクトが大きい。ただ、ベイリー総裁等は、今後もインフレ抑制のために利上げを継続していく必要性に言及する一方、市場が織り込んでいる金利上昇幅は行き過ぎという立場であり、声明文でも、メンバーの多数意見として、“金利のピークは金融市場が織り込んでいるよりも低くなる”と明記された。

8月時点のインフレ見通しでは、10-12月期は前年比＋13%台に跳ね上がると予想されたが、政府のガス・電気料金の凍結措置によってガス・電気料金の寄与度が半減した結果、最新見通しのインフレ率のピークは約2%pt低下している。ただ、会合の約2週間後に発表された10月のCPI（HICPベース）は前年比＋11.1%と1981年10月以来、41年ぶりの上昇率となった（1988年以前はONSの推計による上昇率で比較）。BOEが改定したインフレ見通し（同＋10.9%）をわずかだが上回り、利上げ継続の必要性を示唆する結果となった。

もっとも、BOEの見立て通りに経済成長が推移するかは不透明である。というのも、トラス前政権の後を継いだスナク政権は、前政権の大型減税策発表からわずか2カ月後に、180度異なる増税と歳出削減をセットにした緊縮財政政策を打ち出したからである。同政策を前提にした予算責任局（OBR）の見通しでは、2022年7-9月期から5四半期連続のマイナス成長を見込み、2023年の成長率は▲1.4%と落ち込んだ後、2024年には＋1.3%に回復する。また、2023年のインフレ率は7.4%とBOEの想定を下回る予想だ。つまり、大きなショック療法によって、できるだけ短期間で様々な問題を解決しようとする内容になっている。果たしてそのようにうまく事が運ぶかは、大幅に負担が増す国民が我慢できるかにかかっていよう。

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



（出所）ONS、BOE、Haver Analytics資料より大和総研作成

図表 10　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%	0.8%	-1.5%	-1.0%	0.5%	1.2%	1.4%	5.3%	3.2%	0.1%
家計消費支出	-7.5%	13.9%	20.2%	-0.8%	-0.3%	4.2%	0.6%	-0.9%	-0.4%	0.4%	1.3%	1.7%	3.7%	3.7%	0.4%
政府消費支出	-0.2%	8.7%	-0.7%	2.7%	0.9%	2.4%	0.5%	0.0%	0.2%	0.4%	0.4%	0.6%	4.3%	1.7%	0.4%
総固定資本形成	-9.2%	7.2%	-2.9%	14.3%	-3.1%	3.0%	1.8%	-1.6%	-0.4%	1.5%	2.1%	2.5%	3.7%	2.5%	0.7%
輸出等	3.7%	10.5%	8.9%	10.6%	6.0%	6.9%	2.9%	0.8%	1.6%	2.7%	3.3%	3.3%	10.5%	6.9%	2.5%
輸入等	-3.4%	12.4%	9.4%	20.1%	-0.9%	6.6%	3.3%	2.2%	3.0%	3.0%	3.5%	3.7%	8.3%	7.0%	3.2%
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%	2.1%	1.2%	0.4%	-0.3%	-0.2%	0.5%	5.3%	3.2%	0.1%
家計消費支出	-5.0%	12.3%	3.0%	5.9%	7.9%	5.5%	0.9%	0.9%	0.9%	-0.1%	0.1%	0.7%	3.7%	3.7%	0.4%
政府消費支出	3.2%	8.8%	2.8%	2.6%	2.9%	1.3%	1.6%	1.0%	0.8%	0.3%	0.3%	0.4%	4.3%	1.7%	0.4%
総固定資本形成	-5.5%	18.9%	2.1%	2.0%	3.6%	2.6%	3.8%	0.0%	0.7%	0.3%	0.4%	1.4%	3.7%	2.5%	0.7%
輸出等	-0.3%	26.2%	10.5%	8.4%	9.0%	8.1%	6.6%	4.1%	3.0%	2.0%	2.1%	2.7%	10.5%	6.9%	2.5%
輸入等	-5.6%	22.2%	10.3%	9.3%	10.0%	8.6%	7.0%	2.8%	3.8%	2.9%	2.9%	3.3%	8.3%	7.0%	3.2%
鉱工業生産（除く建設）	4.8%	23.6%	5.7%	0.4%	-0.2%	0.4%	1.6%	1.7%	0.8%	0.7%	0.4%	0.7%	7.9%	0.9%	0.7%
実質小売売上高	2.2%	12.1%	2.4%	4.3%	6.1%	1.0%	-0.8%	-0.6%	0.0%	0.6%	1.6%	1.8%	5.1%	1.4%	1.0%
消費者物価	1.1%	1.8%	2.8%	4.6%	6.1%	8.0%	9.3%	10.4%	8.5%	6.7%	5.2%	3.5%	2.6%	8.5%	5.9%
生産者物価	2.1%	9.2%	14.0%	24.0%	33.1%	36.5%	41.9%	50.8%	40.7%	31.3%	23.2%	14.2%	12.3%	40.8%	26.2%
失業率	8.2%	8.1%	7.5%	7.1%	6.8%	6.7%	6.7%	6.8%	6.9%	6.9%	7.1%	7.0%	7.7%	6.7%	7.0%
10億ユーロ															
貿易収支	68.1	38.7	25.5	-19.2	-42.3	-95.9	-125.8	-21.7	-18.4	-14.3	-9.9	-7.5	113.1	-285.7	-50.1
経常収支	96.4	86.5	65.7	33.2	12.3	-39.6	34.5	33.0	32.5	34.7	37.5	39.7	281.8	40.2	144.3
財政収支	-202.2	-194.7	-129.2	-104.3	-80.3	-69.9							-629.8	-459.2	-487.1
独 国債10年物（期中平均）	-0.42%	-0.22%	-0.37%	-0.24%	0.16%	1.09%	1.35%	2.20%	2.47%	2.59%	2.46%	2.41%	-0.31%	1.20%	2.48%
欧 政策金利（末値）	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 11 月 21 日時点）。
（出所）Eurostat、ECB、大和総研

図表 11　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%	-0.7%	-2.0%	1.0%	-3.3%	-1.4%	-0.1%	7.5%	4.3%	-1.0%
家計消費支出	-13.6%	47.6%	12.1%	2.7%	2.5%	0.3%	-2.2%	-1.2%	-0.5%	0.1%	0.2%	0.2%	6.2%	4.7%	-0.5%
一般政府消費支出	0.4%	33.7%	1.0%	5.6%	-4.4%	-6.0%	5.5%	1.3%	-0.5%	0.2%	1.3%	1.2%	12.6%	1.4%	0.7%
総固定資本形成	-5.5%	11.0%	2.7%	4.8%	14.6%	-5.5%	10.6%	-6.0%	10.5%	-15.5%	-6.5%	-1.5%	5.6%	5.2%	-1.8%
輸出等	-24.5%	32.5%	-14.0%	49.0%	-16.8%	15.0%	36.0%	-13.5%	-0.5%	0.5%	1.3%	1.8%	-0.3%	8.6%	2.2%
輸入等	-41.0%	14.0%	18.5%	4.5%	52.9%	-5.7%	-12.3%	4.5%	2.4%	-1.0%	1.5%	2.0%	2.8%	12.6%	-0.5%
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%	2.4%	0.3%	-0.2%	-1.2%	-1.4%	-1.0%	7.5%	4.3%	-1.0%
家計消費支出	-12.8%	24.7%	7.7%	10.1%	14.9%	4.3%	0.8%	-0.1%	-0.9%	-0.9%	-0.4%	-0.0%	6.2%	4.7%	-0.5%
一般政府消費支出	0.5%	32.1%	12.0%	9.4%	8.1%	-1.0%	0.0%	-1.0%	-0.0%	1.6%	0.5%	0.5%	12.6%	1.4%	0.7%
総固定資本形成	-4.1%	20.9%	5.2%	3.1%	8.2%	3.9%	5.8%	3.0%	2.1%	-0.7%	-4.8%	-3.7%	5.6%	5.2%	-1.8%
輸出等	-13.9%	5.7%	2.1%	6.4%	9.0%	5.2%	18.0%	3.0%	7.7%	4.1%	-3.3%	0.8%	-0.3%	8.6%	2.2%
輸入等	-9.9%	22.3%	8.7%	-4.5%	21.2%	15.6%	7.2%	7.2%	-3.0%	-1.8%	1.8%	1.2%	2.8%	12.6%	-0.5%
鉱工業生産	6.2%	23.6%	3.9%	-1.3%	-1.7%	-2.5%	-3.4%	2.5%	2.4%	2.0%	1.9%	2.1%	7.4%	-1.3%	2.1%
実質小売売上高	-1.0%	23.0%	0.7%	0.9%	6.2%	-5.7%	-5.1%	1.1%	0.8%	0.7%	1.0%	1.1%	5.3%	-1.1%	0.9%
消費者物価	0.6%	2.1%	2.8%	4.9%	6.2%	9.2%	10.0%	10.9%	10.0%	8.1%	7.5%	6.5%	2.6%	9.1%	8.0%
生産者物価（出荷価格）	1.2%	4.2%	6.2%	9.2%	10.8%	15.6%	16.7%	16.8%	15.1%	12.0%	10.8%	10.0%	5.2%	15.1%	11.9%
失業率	4.9%	4.7%	4.3%	4.0%	3.7%	3.8%	3.6%	3.7%	3.8%	4.2%	4.4%	4.6%	4.5%	3.7%	4.3%
10億英ポンド															
貿易収支	-39.0	-31.4	-45.5	-38.0	-67.8	-62.3	-49.9	-39.4	-40.8	-40.1	-40.2	-40.3	-153.8	-219.5	-161.4
経常収支	-12.3	-6.9	-23.1	-3.2	-43.9	-33.8	-18.5	-15.5	-16.6	-16.0	-16.1	-16.3	-45.6	-111.6	-65.1
財政収支	-39.9	-57.8	-35.0	-26.8	-4.5	-39.5	-28.4						-159.6		
国債10年物（期中平均）	0.61%	0.87%	0.71%	0.95%	1.42%	2.04%	2.66%	3.77%	3.82%	3.82%	3.74%	3.65%	0.79%	2.47%	3.76%
政策金利（末値）	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 11 月 21 日時点）。
（出所）ONS、イングランド銀行、大和総研

中国経済　上海都市封鎖の二の舞か？

広東省で感染者が急増する中での「ゼロコロナ」政策の行きすぎ是正

齋藤 尚登

［要約］

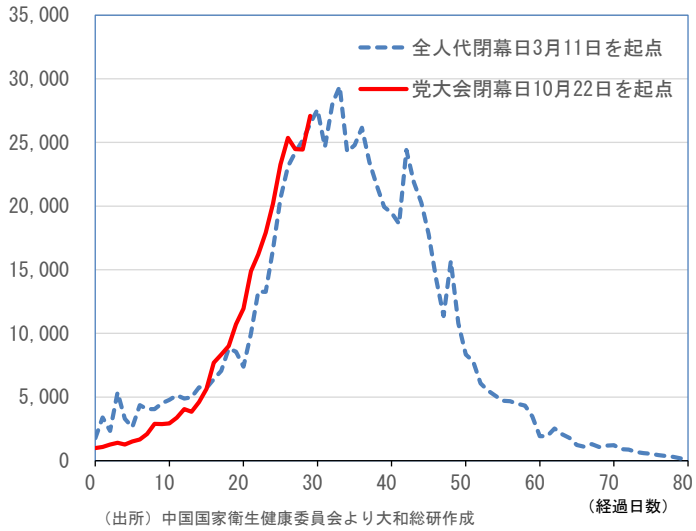
- 2022 年 1 月～9 月の実質 GDP 成長率は前年同期比 3.0%（以下、変化率は前年同期比、前年比）にとどまった。足元の新型コロナウイルス感染症の新規感染者の急増ぶりからすると、10 月～12 月も本格回復からは程遠い状況が続き、2022 年の実質 GDP 成長率は 3.0%程度となろう。

- 「科学」「的確」をキーワードとした「ゼロコロナ」政策の行きすぎの是正は、歓迎すべき動きである。しかし、無症状の感染者が多いというオミクロン株とその派生型の特徴からすると、感染者の早期発見と感染経路の迅速な遮断は極めて難しい。経済・社会活動の正常化を重視するのであれば、「ウィズコロナ」への転換しか道はないと思われる。2023 年の中国経済見通しは、感染拡大が抑制できるか否か、「ゼロコロナ」政策が転換されるかどうかに大きく左右される。2023 年の実質 GDP 成長率は 4.5%程度と想定しているが、3.0%成長が続く懸念も 6.0%成長に回復するチャンスもあろう。その行先は一強体制を構築した習近平氏の政治判断にかかっている。

広東省（広州市）を中心に新型コロナウイルス感染症の感染者が再び急増

中国で新型コロナウイルス感染症の新規感染者が再び急増している。2022 年 11 月 15 日には 20,199 人を数え、上海市ロックダウン（都市封鎖）さなかの 4 月 24 日以来の 2 万人超えとなった（11 月 20 日は 27,095 人）。今春の急増は、3 月 5 日～11 日の第 13 期全国人民代表大会（全人代）第 5 回全体会議、そして今回は 10 月 16 日～22 日の中国共産党第 20 回大会という重要な政治イベント終了後に感染者が急増した共通点がある。そして主戦場は前者が上海市、後者は広東省（広州市）である。

重要な政治イベントの後に急増した新型コロナウイルス感染症新規感染者数（単位：人）



（出所）中国国家衛生健康委員会より大和総研作成

春の上海市の感染者急増は、当時の上海市書記の李強氏の先進的（開明的）な取り組みが却って仇となった感がある。上海市はロックダウンの直前まで「ゼロコロナ」政策と経済・社会活動の両立を指向していた。「感染者発見後 2 時間以内の疫学的調査隊の現地入り、4 時間以内の基本的な疫学調査実施、24 時間以内の濃厚接触者の割り出しと PCR 検査・隔離」という「2＋4＋24」システムの下で、感染者の早期発見と感染経路の早期遮断を行い、PCR 検査の対象と行動制限を受ける人々やエリアを必要最小限にしようとしたのである。しかし、オミクロン株とその派生型は無症状の感染者が多いことが特徴のひとつであり、このシステムでは取りこぼしも多かった。結局、上海市は感染爆発に陥り、「ゼロコロナ」政策と経済・社会活動は両立できるものではないと判断され、極めて厳格なロックダウンが 1 カ月半にわたり継続されることになったのである。

その後、各都市では感染者が増えると広範囲にわたり PCR 検査を実施し、移動・行動制限を実施することが常態化した。それでも今秋の党大会後は、広東省（広州市）で感染者が急増したのである。無症状の感染者が多いというオミクロン株とその派生型の特徴は、感染者の早期発見と感染経路の迅速な遮断を至難としている。

こうした状況の中で、2022 年 11 月 11 日に国務院新型コロナウイルス感染症共同予防・制御機構が「新型コロナウイルス感染症の予防・制御措置を一段と改善し、科学的に的確に予防・制御活動を行うことに関する通知」を発出した。同通知では、①人民至上・生命至上、「外部からの流入と内部でのぶり返し」を防ぐ方針、「ゼロコロナ」政策を揺るぎなく堅持すること、②コロナ対策の最適化・見直し措置を完全、全面、正確に理解、把握し、対策に科学的、的確に取り組み、コロナ対策と経済・社会発展を高い効率で両立させ、感染の予防、経済の安定、発展の安全を確保すること、などを要求した。キーワードは「科学」「的確」であり、「四早（早期発見、早期隔離、早期診断、早期治療）」を実施し、PCR 検査、集中隔離、自宅隔離、健康観察を規範化し、感染リスクのある地域と人を正確に判定しなければならないなどとした。

こうした通知が出された背景には、各地方政府が「ゼロコロナ」政策に過剰に反応し、行きすぎた防疫措置や行動制限を実施していることがあろう。例えば、中国民族系自動車メーカー・奇瑞自動車の本拠地のある安徽省蕪湖市は、たった 1 人の陽性者が出たことで主要地区に厳しい移動制限を講じた。どう考えても行きすぎた措置だと思われる。また、別の地域では、同一人物に 1 日 3 回の PCR 検査を要求するなど、非科学的な対応の数々が報告されている。こうした状況を是正するための「科学」「的確」なのであろう。

同通知では、(1) 感染者の濃厚接触者に対する「7 日間の集中隔離＋3 日間の自宅健康観察（筆者注：隔離より緩やか）」の管理措置を「5 日間の集中隔離＋3 日間の自宅隔離」に短縮する、(2) 濃厚接触者の判定を適時的確に行い、「濃厚接触者の濃厚接触者」の判定を行わない、(3) 高リスク地域から外へ出た人々に対する管理措置を「7 日間の集中隔離」から「7 日間の自宅隔離」に変更する、(4) 従来の高リスク・中リスク・低リスクの地域 3 分類を高リスク・低リスクの 2 分類に簡素化し、管理下に置かれる人々を最大限に減少させる、(5) バブル方式で仕事をする感染リスクの高い職場で働く人々に対する管理措置を「7 日間の集中隔離＋7 日間の自宅隔離」から「5 日間の自宅健康観察」に短縮化する、(6) PCR 検査の対象をむやみに拡大させない。感染源や感染経路が不明、感染流行期間が長期化などにより感染者の把握が難しい場合を除き、一般に行政区全員に対する PCR 検査は行わない、(7) 中国に到着した乗客の一定数から感染者が出た航空便の乗り入れを一時停止する措置を取り消す。中国行き航空便の乗客に求めていた搭乗 48 時間以内に 2 回の PCR 検査陰性証明を 1 回に減らす、といった 20 項目の措置を発表した。

こうした措置は、当然、プラスに評価される。通知の発表を受けて、感染者の多い広州市の一部でも、24 時間以内の PCR 検査の陰性証明があれば、外出が可能になり、行動制限措置で停止していた地下鉄や路線バス、タクシーの運行が一部再開するなどした。この他、福建省福州市、遼寧省延吉市、安徽省合肥市、上海市、海南省三亜市のそれぞれ一部では、予定されていた大規模 PCR 検査がキャンセルされた。

こうした状況下で、新型コロナウイルス感染症の感染者が早期に頭打ちになればよいのだが、今後さらに加速するようだと、中国共産党・政府の姿勢が硬化し、再びロックダウンや移動・行動制限を余儀なくされる都市が続出する懸念がある。上記 20 項目の措置は李強氏が上海市で取

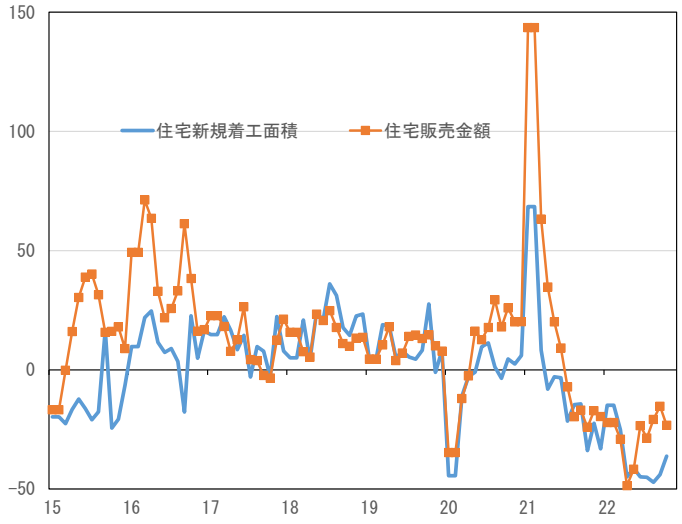
り組んだ政策と重なる部分も多い。ただし、繰り返しになるが、無症状の感染者の早期発見と感染経路の迅速な遮断は極めて難しい。経済・社会活動の正常化を重視するのであれば、「ウィズコロナ」への転換しか道はないと思われる。

不動産市場は低迷が続く

中国はかつて経験したことのない不動産不況に苦しんでいる。2022年4月から9月にかけて、住宅新規着工面積は前年同月比4割減（以下、断りのない限り変化率は前年比、前年同期比、前年同月比）が続き、10月は36.2%減であった。10月の住宅販売金額は23.3%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月に、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。中国人民銀行は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、5月15日以降は、住宅ローン金利の下限を「LPR5年物－0.2%」とした。さらに、9月29日には、6月～8月の住宅価格が前年比、前月比ともに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をさらに引き下げてよい旨を通知した。現在、LPR5年物金利は4.3%、住宅ローン金利の下限は4.1%であるが、都市によっては4.0%を下回る金利設定が行われている。このほかにも、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増えた。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ている。

住宅新規着工面積と住宅販売金額の推移（前年同月比）（単位：%）



（注）1～2月は平均
（出所）中国国家統計局より大和総研作成

住宅市場テコ入れ策の総動員にもかかわらず住宅需要が刺激されないのは、物件の工事中断問題によるところが大きい。中国で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ることが多い。しかし、過重な負債を抱えるデベロッパーに有利子負債の増加を認めない「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、資金調達に苦しむ開発業者が急増した。一部のデベロッパーは、工事中断・延期を余儀なくされ、住宅購入者がその物件のローン返済を拒否する動きが相次いだのである。

問題は単なる不動産市場の低迷にとどまらず、金融リスクの増大が懸念されている。工事が中断し、物件の引き渡しができない場合は、デベロッパーは代金を返却しなければならない。それができない場合、購入者に住宅ローンの返済義務がないことは、中国最高人民法院（日本の最高裁判所に相当）の判例が示す通りであり、最終的には銀行の不良債権が増加する懸念がある。2022 年 10 月末の住宅施工面積はおよそ 63 億㎡で、1 ㎡当たりの平均販売金額は約 1 万元（約 20 万円）である。施工面積の 10%が問題物件と仮定すると、6.3 兆元（約 126 兆円）分、頭金が 3 割として関連する住宅ローンは 4.4 兆元（約 88 兆円）となり、銀行貸出全体の 2%程度を占める計算である。一方、2022 年 6 月末の銀行全体の貸倒引当金は 6.0 兆元(約 120 兆円)、2021 年の純利益は 2.2 兆元（約 44 兆円）である。合計 8.2 兆元（約 164 兆円）を不良債権処理の原資とすると、問題物件が全体の 10%にとどまれば、焦げ付く可能性のある住宅ローン（4.4 兆元）は処理可能である。しかし、これが全体の 20%となれば、貸倒引当金と 2021 年の期間利益が全て吹き飛ぶ計算となる。中国政府にしても看過できない問題といえる。

今後、中国政府は工事中断問題の改善に真剣に取り組む必要がある。この問題は 7 月末の中国共産党政治局会議で「保交楼」（物件を契約通りの品質・数量・納期で引き渡すこと）という方針が確認されて以来、政策が相次いで発表されている。具体的には、①政府主導で銀行貸出や起債など資金サポートを強化し、デベロッパーに工期通りの建設を促す、②資金繰りに苦しむデベロッパーのプロジェクトを国有デベロッパーなどが買収し、完成を促す、などであり、デベロッパーを支援するための 3,000 億元（約 6 兆円）の不動産基金の設立や、2,000 億元（約 4 兆円）の特別貸出などが実施されている。ただし、既述したように、今のところ成果は限定的である。

こうした中、11 月 11 日に中国人民銀行と中国銀行保険監督管理委員会は「不動産市場の安定・健全な発展のための金融サポートに関する通知」を発出し、16 項目の金融サポートを指示した。具体的には、①不動産開発貸出の安定化、②個人住宅ローンの合理的需要のサポート、③建設業者への貸出の安定化、④開発貸出、信託貸出などの合理的な返済期限先延ばし、⑤債券発行による資金調達の安定維持、⑥信託など資産運用商品による資金調達の安定維持、⑦政策銀行による「保交楼」のための特別貸出による支援、などとなっている。こうした政策によって、工事再開をどれだけサポートできるのか、今後の動向に注目したい。

10 月の中国経済は減速

10 月の中国経済は減速した。10 月の新型コロナウイルス感染症の 1 日当たり新規感染者数は 1,456 人と、9 月の 1,166 人から若干増加した。地域別には、内モンゴル自治区、新疆ウイグル自治区や広東省、四川省、山西省の感染者が多かったが、広東省と四川省は経済規模が比較的大きい地域である。その後、広東省を中心に新規感染者が 2 万人超えとなったのは、レポートの冒頭で述べた通りである。さらに、10 月 16 日～22 日には 5 年に一度の最重要会議である第 20 回党大会が開催され、各地の防疫体制は一段と強化された。このため、感染者数以上に、経済には下押し圧力がかかった可能性が高い。

工業生産

2022 年 10 月の工業生産は 5.0%増となり、9 月の 6.3%増から減速した。1 月～10 月は 4.0%増であった。10 月の分野別では石炭や石油･天然ガスなどの採掘業が 4.0%増(9 月は 7.2%増)、製造業は 5.2%増（同%6.4 増)、電力・熱・ガス・水の生産と供給業が 4.0%増（同 2.9%増）であった。

10 月の主要製品のうち、10%以上減少したのは集積回路とパソコンであった。これらについては、世界的な需要減退が響いていよう。一方、生産が 10%以上増加したのは発電設備、ロボット、天然ガス、鉄鋼、非鉄金属である。発電設備は 8 月の水力発電の減少による電力不足を機に、他の発電源の設備増強が図られていると考えられる。鉄鋼については、自動車向け、インフラ向けの需要増加が効いていよう。

小売売上

2022 年 10 月の小売売上は 0.5%減となり、9 月の 2.5%増から前年割れとなった。減少は上海市ロックダウンなどが響いた 5 月以来である。1 月～10 月は 0.6%増と冴えない。

接触型消費の典型である外食（レストラン収入）は、9 月の 1.7%減から 10 月は 8.1%減へとマイナス幅が拡大した。1 月～10 月は 5.0%減に沈んでいる。共産党大会の開催前から各地で防疫体制が厳格化されたことなどが響いた。さらに 11 月に入ると広東省を中心に新型コロナウイルス感染症の新規感染者が急増し、恒例の 11 月 11 日の独身者の日のネットセールも不振であった模様である。アリババのネットセールは「前年並み」とされ、具体的な数字は発表されなかった。防疫体制強化により物流が滞った可能性がある。

10 月の自動車販売金額は 3.9%増となり、9 月の 14.2%増から大きく減速した。自動車販売は車両購入税の半減措置（価格の 10%→5%）が実施された 6 月以降好調が続いたが、10 月は防疫体制の強化により、一部地域の生産ラインや販売店の営業が一時的にストップした影響が出た可能性がある。なお、11 月 18 日～27 日に開催予定であった広州モーターショーは延期となり、4 月に開催予定であった北京モーターショーは年内の開催を断念するとの報道があった。少なくとも 11 月の自動車販売にはブレーキがかかる可能性が高い。

固定資産投資

2022年1月～10月の固定資産投資は5.8%増と、1月～9月の5.9%増から減速した。単月では9月の6.7%増から10月は4.3%増に減速した計算となる。1月～10月の内訳は、製造業投資は9.7%増（1月～9月は10.1%増）、電気・水道・ガスを含むインフラ投資が11.4%増（同11.2%増）、不動産開発投資が8.8%減（同8.0%減）であった。

インフラ投資について、原資のひとつである地方政府特別債券は2022年の発行枠3.65兆元（約73兆円）のうち3.45兆元を6月末までに全て発行し、8月末までにプロジェクトに投入された。この他にも政策銀行による貸出増加など合計で1.9兆元（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追加で認められた。

一方、デベロッパーの資金調達難による工事中断問題がクローズアップされる不動産開発投資は減少に歯止めはかかっていない。

貿易

2022年10月の輸出は0.4%減（以下、断りのない限り、貿易はドル建て）となり、9月の5.7%増から減少に転じた。輸出の前年割れは2020年5月以来である。最大の要因は、米国、欧州などの景気減速で需要が抑制されたことであろう。一方、10月の輸入は0.7%減となった。輸入は2022年3月以降、低空飛行が続いているが、これには、中国内需の伸び悩みが反映されていよう。10月の貿易黒字は0.4%増の852億ドルであった。

なお、2022年1月～10月の輸出は11.1%増、輸入は3.6%増、貿易黒字は43.1%増の7,303億ドルであった。

主要経済指標の推移（単位：%）

	2022年1～2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月
実質GDP成長率	4.8		0.4			3.9			
工業生産	7.5	5.0	▲ 2.9	0.7	3.9	3.8	4.2	6.3	5.0
固定資産投資	12.2	9.3	6.8	6.2	6.1	5.7	5.8	5.9	5.8
うち不動産開発投資	3.7	0.7	▲ 2.7	▲ 4.0	▲ 5.4	▲ 6.4	▲ 7.4	▲ 8.0	▲ 8.8
製造業投資	20.9	15.6	12.2	10.6	10.4	9.9	10.0	10.1	9.7
インフラ投資	8.6	10.5	8.3	8.2	9.2	9.6	10.4	11.2	11.4
小売売上	6.7	▲ 3.5	▲ 11.1	▲ 6.7	3.1	2.7	5.4	2.5	▲ 0.5
うち外食	8.9	▲ 16.4	▲ 22.7	▲ 21.1	▲ 4.0	▲ 1.5	8.4	▲ 1.7	▲ 8.1
輸出	16.1	14.4	3.5	16.3	17.4	17.8	7.1	5.7	▲ 0.4
輸入	16.7	0.7	0.2	3.9	0.7	2.1	0.3	0.3	▲ 0.7

（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）中国国家統計局より大和総研作成

中国経済見通し 2022年は3.0%、2023年は4.5%±1.5%

2022年3月の全人代では、2022年の実質GDP成長率の政府目標を5.5%前後に設定したが、1月～9月は3.0%成長にとどまった。足元の新型コロナウイルス感染症の新規感染者の急増ぶりからすると、10月～12月も本格回復からは程遠い状況が続こう。2022年の実質GDP成長率は3.0%程度となろう。

2023年の中国経済見通しは、感染拡大が抑制できるか否か、「ゼロコロナ」政策が転換されるかどうかに大きく左右される。2023年の実質GDP成長率は4.5%程度と想定しているが、3.0%成長が続く懸念も6.0%成長に回復するチャンスもあろう。

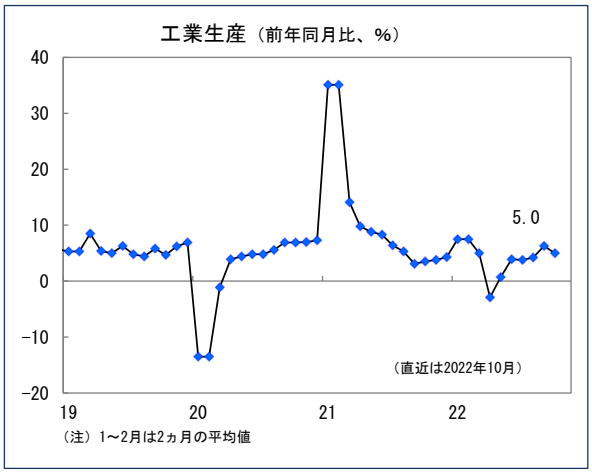
「科学的」「的確」をキーワードとした「ゼロコロナ」政策の行きすぎの是正は、歓迎すべき動きである。しかし、無症状の感染者が多いというオミクロン株とその派生型の特徴からすると、感染者の早期発見と感染経路の迅速な遮断は極めて難しい。経済・社会活動の正常化を重視するのであれば、「ウィズコロナ」への転換しか道はないと思われる。

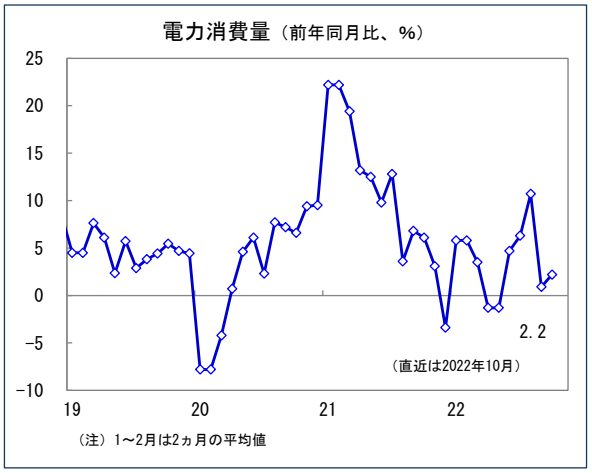
主要経済指標一覧

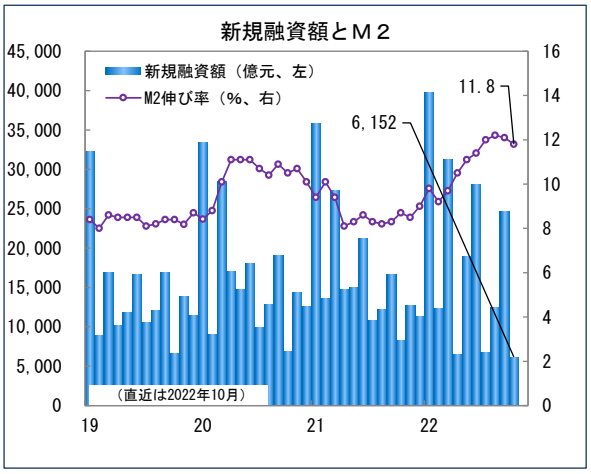
	2021年10月	11月	12月	2022年1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	-	-	4.0	-	-	4.8	-	-	0.4	-	-	3.9	-
工業生産（前年同月比、%）	3.5	3.8	4.3	7.5		5.0	-2.9	0.7	3.9	3.8	4.2	6.3	5.0
電力消費量（前年同月比、%）	6.1	3.1	-3.4	5.8		3.5	-1.3	-1.3	4.7	6.3	10.7	0.9	2.2
鉄道貨物輸送量（前年同月比、%）	0.7	6.0	4.2	1.2	-1.5	8.1	9.5	6.0	7.3	12.3	3.0	9.1	3.3
固定資産投資（前年累計比、%）	6.1	5.2	4.9	12.2		9.3	6.8	6.2	6.1	5.7	5.8	5.9	5.8
不動産開発投資（前年累計比、%）	7.2	6.0	4.4	3.7		0.7	-2.7	-4.0	-5.4	-6.4	-7.4	-8.0	-8.8
小売売上　名目（前年同月比、%）	4.9	3.9	1.7	6.7		-3.5	-11.1	-6.7	3.1	2.7	5.4	2.5	-0.5
実質（前年同月比、%）	1.9	0.5	-	4.9		-	-	-	-	-	-	-	-
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	1.5	2.3	1.5	0.9	0.9	1.5	2.1	2.1	2.5	2.7	2.5	2.8	2.1
食品（前年同月比、%）	-2.4	1.6	-1.2	-3.8	-3.9	-1.5	1.9	2.3	2.9	6.3	6.1	8.8	7.0
非食品（前年同月比、%）	2.4	2.5	2.1	2.0	2.1	2.2	2.2	2.1	2.5	1.9	1.7	1.5	1.1
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	13.5	12.9	10.3	9.1	8.8	8.3	8.0	6.4	6.1	4.2	2.3	0.9	-1.3
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	17.1	17.4	14.2	12.1	11.2	10.7	10.8	9.1	8.5	6.5	4.2	2.6	0.3
新規融資額（億元）	8,262	12,700	11,338	39,800	12,300	31,300	6,454	18,900	28,046	6,790	12,500	24,700	6,152
M2伸び率（%）	8.7	8.5	9.0	9.8	9.2	9.7	10.5	11.1	11.4	12.0	12.2	12.1	11.8
輸出（前年同月比、%）	26.8	21.7	20.8	16.1		14.4	3.5	16.3	17.4	17.8	7.1	5.7	-0.4
輸入（前年同月比、%）	20.0	31.4	19.7	16.7		0.7	0.2	3.9	0.7	2.1	0.3	0.3	-0.7
貿易収支（億米ドル）	848.0	716.9	936.9	551.4		447.2	496.2	775.7	974.2	1014.4	793.5	847.4	851.5
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	4.9	5.4	5.1	5.5	5.5	5.7	5.8	5.9	5.8	5.5	5.8	6.1	5.9
上海（前年同月比、%）	3.8	4.0	4.2	4.2	4.1	4.1	3.8	3.4	3.4	3.5	3.7	3.8	4.0
商用不動産　着工面積（前年累計比、%）	-7.7	-9.1	-11.4	-12.2		-17.5	-26.3	-30.6	-34.4	-36.1	-37.2	-38.0	-37.8
完工面積（前年累計比、%）	16.3	16.2	11.2	-9.8		-11.5	-11.9	-15.3	-21.5	-23.3	-21.1	-19.9	-18.7
不動産販売　面積（前年累計比、%）	7.3	4.8	1.9	-9.6		-13.8	-20.9	-23.6	-22.2	-23.1	-23.0	-22.2	-22.3
金額（前年累計比、%）	11.8	8.5	4.8	-19.3		-22.7	-29.5	-31.5	-28.9	-28.8	-27.9	-26.3	-26.1

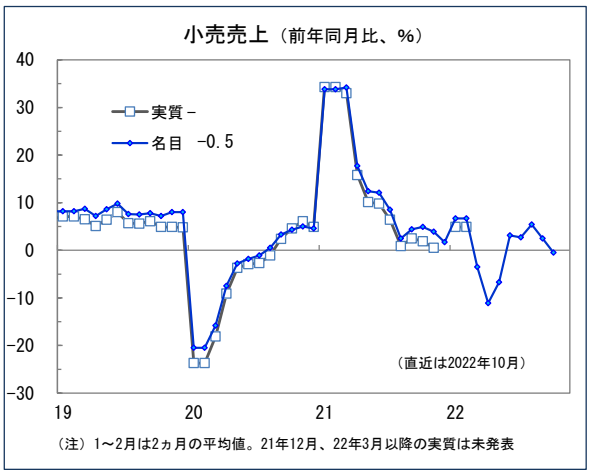
（出所）中国国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEICより大和総研作成

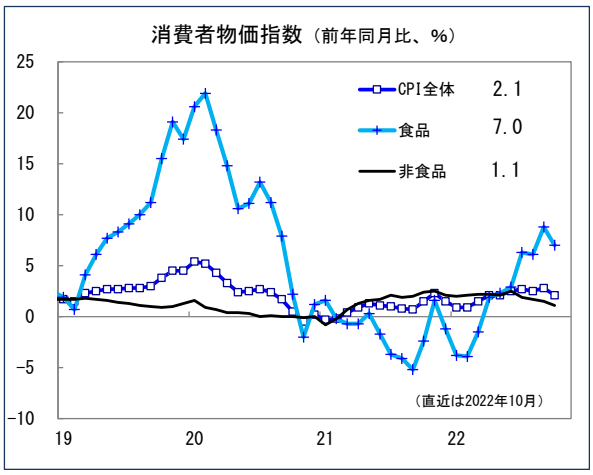
主要経済指標一覧（続き）





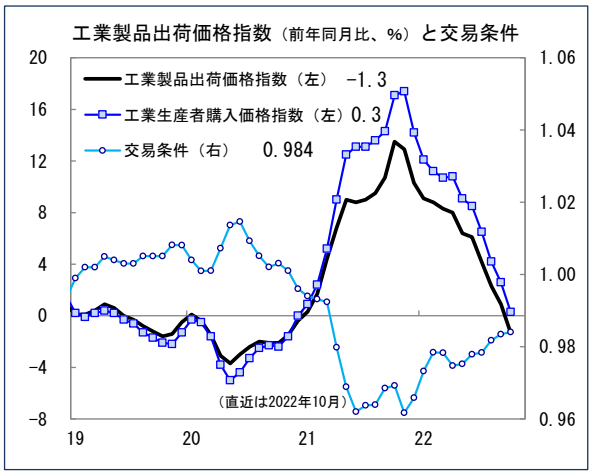


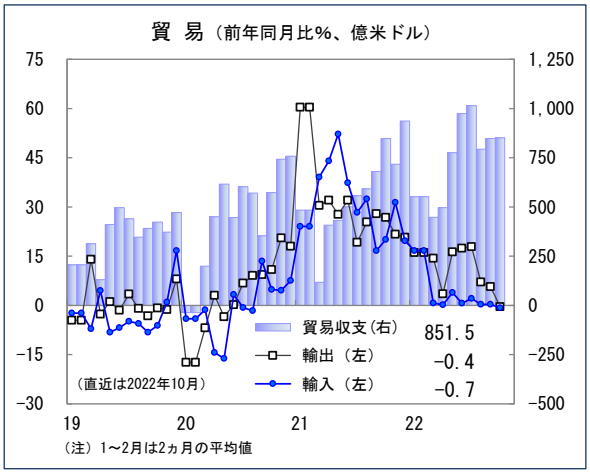


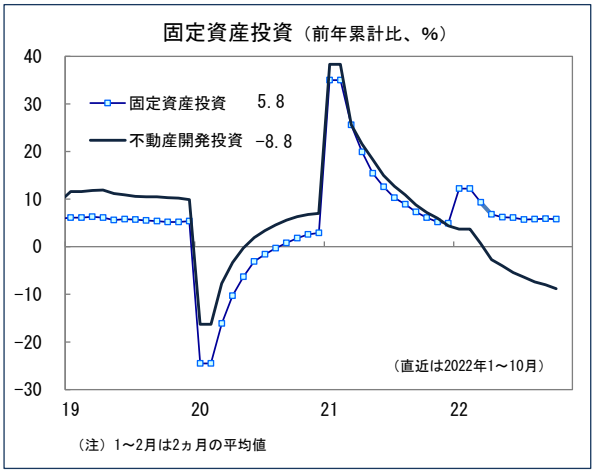


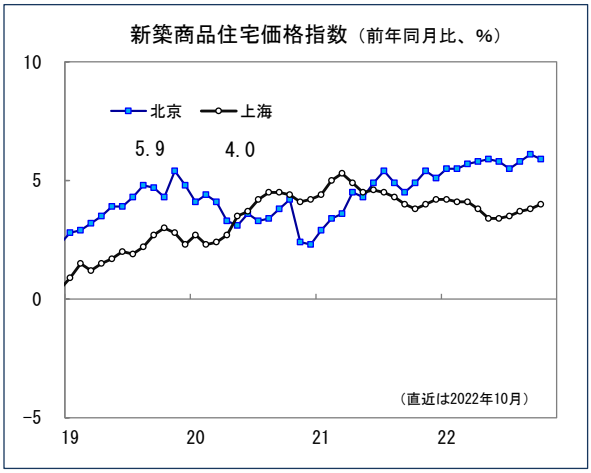
（出所）中国国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEICより大和総研作成

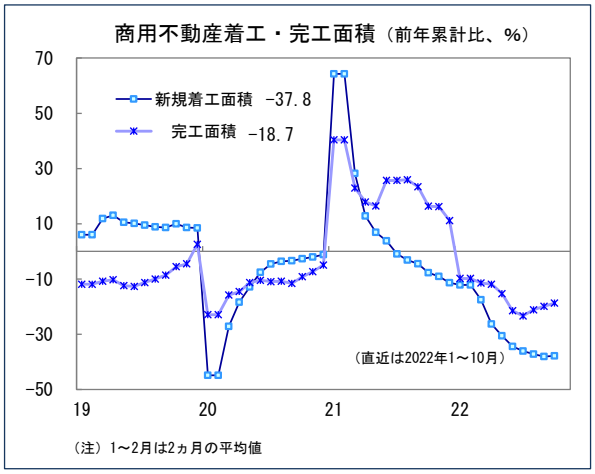
主要経済指標一覧（続き）

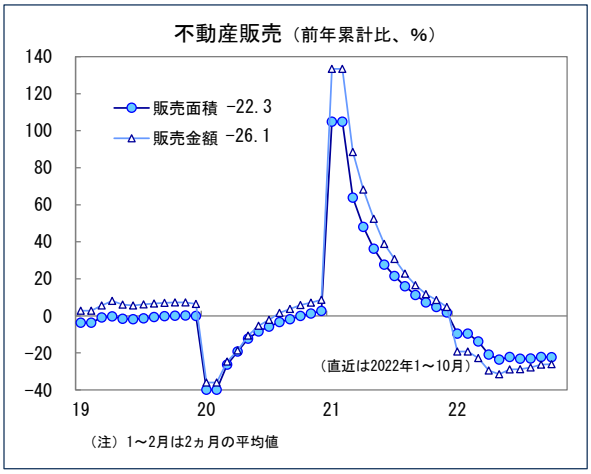












（出所）中国国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEIC より大和総研作成