

2022. 6 No.122

三井住友信託銀行

調査月報



時論

次の「危機」はいつ、何が引き起こすのか..... 1

経済の動き

2022・2023年度の日本経済見通し

～国内もウィズコロナに動き出す兆し～..... 3

ゼロコロナ政策は中国家計所得にも悪影響

～中国景気悪化は世界経済の停滞につながる可能性～..... 11

時論

次の「危機」はいつ、何が引き起こすのか

この仕事に就いていると、「次の経済危機はいつ、何が原因で起こるのか」という問題を常に意識せざるを得ない。「危機」と言われるほどの事態は滅多に起こるものではないことや、コロナ禍のような事象をタイミング含めて事前に予測することが現実的ではないとわかっていても、リーマン・ショックを経験し、その後のユーロ危機に長い間振り回されたことを思い出すにつけ、「あれほどのことはこの先もう起きない」「事が起きてから考えれば良いだろう」というわけにも行かない。

懸念材料をいくつも挙げるだけなら簡単だ。しかし、「あれが危ない、これも危ない」と常に騒いで闇雲に危機への不安を煽っても、一部の関心を集めることはできるが、何の役にも立たず、むしろ害悪にしかならない。本当に危機につながる要因を事前に見定める必要がある、ということになるが、よく言われるように、危機は毎回形を変えて来るとすると、その原因や状況が悪化するきっかけ、波及経路を予測しようにも、過去の経験則は必ずしも役に立たないという問題にぶつかる。

しかし、実際に事が起こってから振り返ると、マクロの視点で見た危機の原因は実は単純で、明らかに持続不可能な動きが積み重なった歪みであることが多いのではないかと考えている。リーマン・ショックの時は、米国家計債務の急激な膨張が地価上昇と相互作用的に進んでいった。米国は人口が増えるからバブルではないという言説もあったが、結果的には「どこまでも借金は増やせない」、「借金増に頼った地価上昇は長続きしない」という、後から振り返ればごく当たり前のことを確認させられたように思われる。この時は米国全体の経常赤字も拡大し、グローバルインバランスが問題視される一方で、米国は投資機会が多い魅力的な経済なのでファイナンスにも問題は無い、という見方もあったが、結果的に持続不可能な仕組みで積み重なったインバランスは調整されることになった。

ユーロ危機においては、政府財政収支や経常収支がバラバラな国の信用力格差がユーロという統一通貨に隠され、本来は差があつて当然の国債利回りが殆ど同水準で推移する中で、ファンダメンタルズが弱い国の債務が増え、潜在的な調整圧力が膨らんでいった。

そして蓄積されたマクロの歪みは、事前に予想できないミクロ的な事象で顕在化し、問題が拡大することが多いというのも、過去の危機からの経験則であるように思われる。リーマン・ショックの際は、サブプライムローンを組み込んだ証券化商品の格付が安易になされていたために、事態悪化後の証券化商品の適正価格がわからなくなり、2007 年 8 月のパriba・ショックを招いたことが入り口になった。その後も、証券化商品の保有者が被る損失が分からなくなったことで、金融機関同士の疑心暗鬼からグローバルな資金の動きが途絶え、金融面の深刻度を増した。そしてユーロ危機はギリシャの政権交代に伴って前政権の財政赤字隠蔽を暴露するという、事前には予想し難い事態の露呈がきっかけになった。

こうした経験を踏まえると、次の大規模な景気後退や「危機」が起きるとすれば、後から考えるとごく当たり前の問題、明らかに経済全体の流れに逆らった動きの積み重ねが、特定主体の不祥事に類するようなミクロ事象で逆回転を始めることで生じる気がしてならない。

事態が悪化に向かう時期や直接のきっかけの特定は難しいとしても、その原因となる「当たり前の問題」くらいは見極めたい、と思うが、それもやはりなかなか難しい。一つ考えられるのは、コロナ禍前から増え、コロナ禍で更に拡大した政府・民間部門の債務が調整を余儀なくされることであろうか。リーマン・ショックで米国家計債務の膨張が問題視され、ユーロ危機では経常赤字だった国への懸念が強まったように、当時は債務を抱えることに厳しい目が注がれた。ユーロ危機が沈静化した後も、2013 年のテーパー・タントラムや、2015 年の人民元ショックの際に、経常赤字をはじめとするファンダメンタルズが弱い新興国を中心に大幅な通貨下落や資金流出が生じたように、この流れは 2010 年代半ば頃まで続いた。しかしその後は、主要な中央銀行のバランスシートが膨らんだ状態が長く続く中で、リスク要因として関心を集める材料が BREXIT やトランプ大統領の言動など政治面の問題に移っていったこともあってか、国や企業が負債を抱えることが問題視される局面は減っていったように思われる。

そして、コロナ禍の下で政府・民間部門の債務は大幅に膨らんだ。このこと自体は、問題というよりもむしろ必要な措置であり、政策当局の迅速な対応が功を奏したと見るのが適切であると考ええる。リーマン・ショックやユーロ危機の経験から財政・金融面双方で様々なセーフティネットが設けられたことも、プラスに働いただろう。コロナ禍自体がまだ収束していないため、政策対応を総括するのは時期尚早だが、少なくとも現時点では、各国政府中央銀行の迅速な対応によって経済活動水準は当初懸念されていたよりも早く回復し、金融市場への影響は当初の懸念ほど深刻化していないという評価が妥当だろう。しかし、政府・民間ともに債務が膨らんだことは隠しようのない事実であり、今後の経済活動水準回復の中でこの問題が軟着陸できるかどうかは、なお予断を許さない。大きなショックがあった際には、政策当局が迅速かつ大胆に動くことで危機の影響を和らげることができるというのも、コロナ禍から得られた教訓だが、とはいえ政府の能力も無限ではない。世界中で金融引き締めに転じ、金融緩和という下支え要因が弱まっていくため、かつてファンダメンタルズが弱いとされた新興国を中心に、どこまで政府が支えられるかという問題が出てくる可能性は意識しておく必要がある。

その他、既知の問題の中で次の「危機」の要因になり得るものとしては、何が考えられるだろうか。グローバルの視点では、気候変動対応の遅れによる物理リスクの顕在化、ここ数年目立ってきたポピュリズム、ロシアのウクライナ侵攻に代表される地政学的リスクの顕在化、これまでも度々関心を集めてきた中国経済成長率の趨勢的な低下などであろうか。日本では、今後少子高齢化が進むことは誰が見ても明らかであるし、財政状況に対する見方は常に厳しい。いずれ起きるだろうと多くの人が思っている大規模な地震などの災害にも、注意を払っておく必要がある。このように、誰もが以前からわかっていたのに、それに対する適切な対応を取っていなかったり、むしろ逆の動きを続けたりすることが、次の「危機」を招くのではないか。こうした問題意識を常に持ち、この先の動きを見て行こうと思う。

(調査部長 花田 普)

※ 本レポートは作成時に入手可能なデータに基づく情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解ではありません。ご質問等はchosainfo@smtbjpまでご連絡ください。

2022・2023 年度の日本経済見通し

～国内もウィズコロナに動き出す兆し～

<要旨>

2022 年 1～3 月期の実質 GDP は、年明け以降の変異株(オミクロン株)の流行による感染拡大が個人消費の重石となり、前期比▲0.2%(年率▲1.0%)のマイナス成長となった。ワクチン接種が進展した中でも、国民の根強い感染症への警戒が続いた。その結果、2021 年度は、1 年を通じて感染拡大の波に景気が左右され、前年比 2.1%のプラス成長で着地したものの、2020 年度のコロナショックからの反発は鈍かった。

足下、新規感染者数が下げ切らない中でも、政府は行楽シーズンの外出自粛を求めないなど感染拡大防止対策に緩和の兆しがみられる。先行き、4～6 月期は人出の回復を背景に大幅なプラス成長を予測する。その先は、国内でもウィズコロナを前提とした経済活動の正常化が進展し、雇用・賃金も持ち直しが持続しよう。そのため、成長率は徐々に鈍化しながらも、サービス消費を中心に景気回復は続くとする。以上を踏まえ、実質 GDP 成長率は 2022 年度+2.3%、2023 年度+1.3%と予測する。

但し、ウクライナ危機の長期化によるコモディティ価格の更なる高騰の他、中国の「ゼロコロナ政策」や米国のインフレ・利上げペース加速を背景とした世界経済の失速、国民の根強い感染症への警戒などが日本経済を下押しするリスクも非常に大きい。

1. 2022 年 1～3 月期の実質 GDP

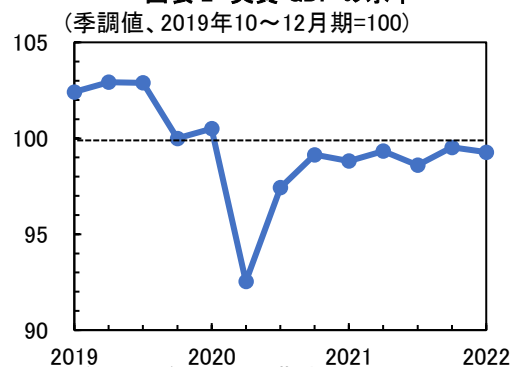
実質 GDP は、2022 年 1～3 月期に前期比▲0.2%(年率▲1.0%)のマイナス成長となった(図表 1)。項目別にみると、輸出(前期比+1.1%)は供給制約の影響が和らぎ増加が続いた。設備投資(同+0.5%)は弱い増加に留まっており、感染拡大などによる不確実性の高まりや供給制約が重石となったとみる。個人消費(同▲0.0%)は、年明け以降の変異株(オミクロン株)の流行による感染拡大の影響からサービス消費が下押しされ、横ばい推移となった。加えて、住宅投資(同▲1.1%)や公共投資(同▲3.6%)の減少も大きく、設備投資と同じく供給制約が影響したとみる。その結果、2021 年度は 1 年を通じて感染拡大の波に景気が左右される状況が続き、前年比+2.1%のプラス成長で着地したものの、コロナショックからの回復ペースとしては他国と比べて緩慢であった。足下の実質 GDP 水準は感染拡大前(2019 年 10～12 月期)の 99.3%となっている(図表 2)。

図表 1 実質 GDP 成長率

	(前期比%)				(寄与度%pt)
	2021 4-6	2021 7-9	2021 10-12	2022 1-3	
実質 GDP	0.5	▲ 0.7	0.9	▲ 0.2	▲ 0.2
個人消費	0.7	▲ 1.0	2.5	▲ 0.0	▲ 0.0
住宅投資	1.0	▲ 1.7	▲ 1.2	▲ 1.1	▲ 0.0
設備投資	2.2	▲ 2.4	0.4	0.5	0.1
民間在庫変動	-	-	-	-	0.2
政府消費	0.8	1.1	▲ 0.3	0.6	0.1
公共投資	▲ 3.7	▲ 3.8	▲ 4.7	▲ 3.6	▲ 0.2
輸出	2.8	▲ 0.3	0.9	1.1	0.2
(▲輸入)	4.3	▲ 0.8	0.3	3.4	▲ 0.6

(資料)内閣府「四半期別GDP速報」

図表 2 実質 GDP の水準



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」

2. 主要国経済の現状と見通し

外需環境の前提となる主要国経済は、2022年1～3月期において総じてプラス成長となった(図表3)。中国は、オミクロン株の流行に伴う感染拡大を抑え込むため、3月より上海を中心とした沿岸部でロックダウン(都市封鎖)を開始したことが重石となったが、1～3月期は内需を中心にコロナ禍前からのトレンドに沿った拡大を続けた。ユーロ圏・英国も、変異株(オミクロン株)の流行が重石となった他、ウクライナ危機を背景としたコモディティ価格高騰でインフレ率が上昇し個人消費が下押しされつつも、プラス成長を確保した。米国は、輸入の増加を主因にマイナス成長となったものの、消費・設備投資を含め内需の堅調さを示す結果となった。

4～6月期以降については、①ウクライナ危機を背景とした欧米のインフレ加速・金融引締め、②中国の「ゼロコロナ政策」などが主要国経済の下押し要因となる。

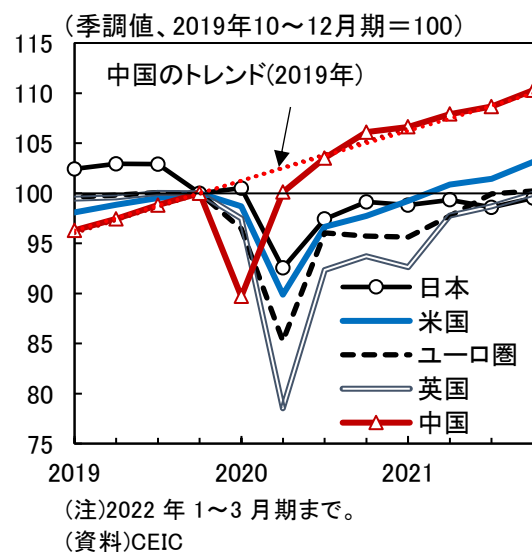
まず欧米は、ウィズコロナによる経済活動の回復が続くというのが基本的な見方である。しかし、米国では、4月にインフレ率がやや鈍化したものの市場予想を上回り、金融引締めペースが加速するとの見方から金利は上昇基調にある。金利上昇による下押しが金利変動に敏感な住宅投資等からタイムラグを伴って需要全体に波及し、成長率を徐々に鈍化させよう。

またユーロ圏・英国は、地理的關係から主要国の中でも相対的にロシアへのエネルギー依存度が高く、今後インフレ率は更に上昇する見込みであり、個人消費への下押し圧力が長引く可能性が高い。

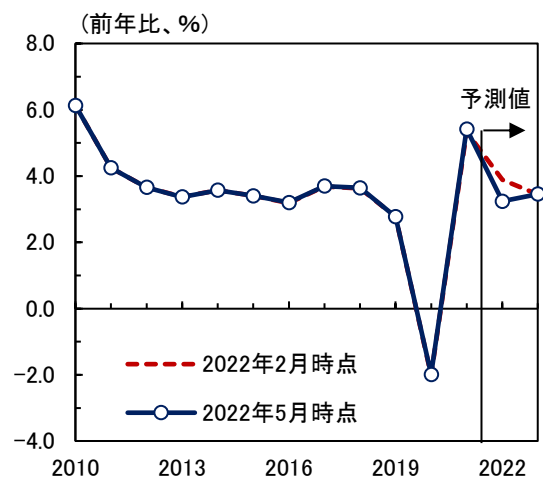
一方、中国は、「ゼロコロナ政策」の下で上海中心にロックダウンが長期化しており、物流の混乱も相俟って、消費・生産の停滞から4～6月期は前年同期比マイナス成長に陥る可能性が高まっている。また中国の生産停滞はグローバルサプライチェーンを通じて、世界の生産を下押しすることにもなる。

その結果、日本の輸出額ウェイトを用いて算出した世界経済成長率は、2月時点の見通しから2022暦年を中心に下押しされると予想する(図表4)。以降、外需環境を踏まえ、日本経済の現状と見通しを示したい。

図表3 主要国の実質 GDP の推移



図表4 世界経済成長率(暦年)



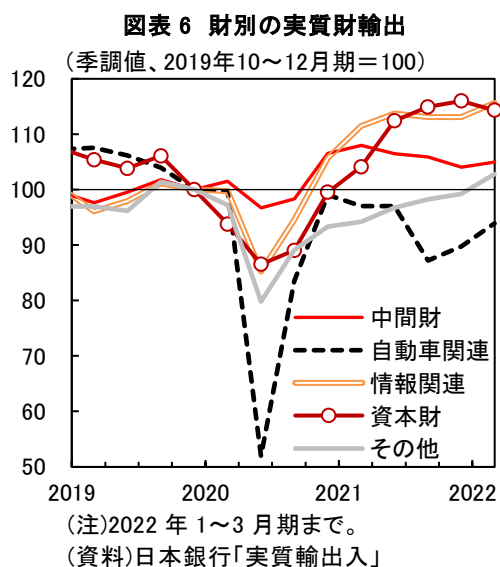
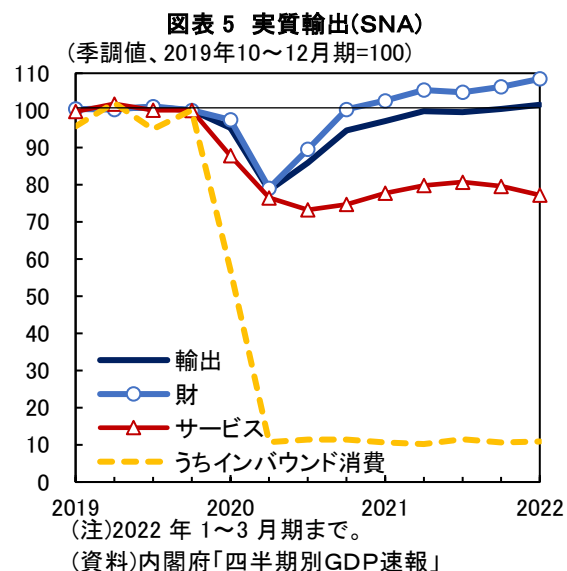
3. 日本経済の現状と見通し

(1) 輸出

2022年1～3月期の実質輸出(SNA)は、引き続きサービス輸出が停滞する一方で、財輸出の増加が続き、前期比+1.1%の増加となった(図表5)。世界的な半導体不足やコモディティ価格の高騰を背景に、半導体製造装置や建設・鉱山用機械などの資本財、半導体・電子部品などの情報関連財は、増加ペースが鈍化するも高水準を維持した(図表6)。加えて、自動車関連財は、半導体などの部品不足の影響が和らいできたことを背景に、持ち直しの動きを見せた。但し、大手自動車メーカーでは引き続き生産調整が実施されるなど、供給制約の影響は残っている。先行き、海外経済の回復が続くことから、財輸出も増加基調を示すと予想するものの、先述の通り、世界経済がウクライナ危機や米欧のインフレ・金融引締め、中国の「ゼロコロナ政策」により下押しされることから、財輸出への下押し圧力も強まるとみる。

一方、インバウンド需要を含むサービス輸出は、訪日外客数を制限する水際対策の行方に左右される。政府は、現在の1日1万人とする入国者数の上限を、6月以降、1日2万人へと緩和する方針を表明している。水際対策が一度緩和されれば、足下の海外から日本への旅行を割安とする円安も相俟って、訪日外客数の回復基調は勢いづくとみる。しかし、これまで訪日外客数の中核であった中国からの訪日客が戻ってくるかは、中国政府の「ゼロコロナ政策」の行方に左右され不透明感が非常に高い。欧米に比べて、水際対策緩和のスピードが慎重であることも踏まえ、訪日外客数が感染拡大前(2019年12月)の水準を回復する時期は、前回見通しよりも1年後ろ倒しとなる2024年度以降と予想する。

以上を踏まえ、実質輸出(SNA)は2022年度+2.8%、2023年度+4.3%と予測する。



(2) 国内物価

欧米の経済活動の再開に伴う需要回復に、グローバルサプライチェーンの混乱、ウクライナ危機に伴う供給懸念が重なり、原油や小麦など広範なコモディティ価格が高騰した。その結果、日米

金融政策のスタンスの違いによる円安も相俟って、日本でも輸入物価が急上昇し、国内物価に上昇圧力がかかっている。しかし、企業物価は輸入物価に追随し価格転嫁の動きが早い一方、消費者物価(生鮮食品を除く総合)の上昇は限定的である(図表 7)。現状、企業物価の上昇を消費者価格に転嫁しやすい欧米とは異なり、日本では輸入物価上昇は主に企業のコスト上昇として吸収され、企業収益への悪影響が大きくなる。

消費者物価に関しては、エネルギー価格や食料品などの特定品目で価格転嫁が進みつつあるものの、その他財やサービス価格への波及は限定的である。また、政府のガソリンや灯油などの燃料価格高騰対策の効果で、2022 年度のインフレ率の上昇は 0.2～0.3%程度抑制されると試算される。生鮮食品を除く総合(CPI コア)の前年比は、スマホ通信料値下げの影響が一部剥落したことで 2022 年 4 月に+2.1%と日本銀行の目標とする 2%まで上昇し、今後も年内は 2%前後での推移が続くとみる(図表 8)。しかし、消費者価格へのコスト転嫁の動きが一巡し、原油価格の高騰が落ち着けば、2023 年度のインフレ率は 1.0%以下まで鈍化していくと予測する。

図表 7 輸入物価・国内企業物価・消費者物価



(注)2022 年 4 月まで。

(資料)日本銀行「企業物価指数」、総務省「消費者物価指数」

図表 8 消費者物価指数と燃料価格抑制策の効果



(注)燃料価格抑制策の効果は、2022 年 4 月 26 日決定の経済対策が、期限となる 9 月以降も延長される想定で試算。

(資料)総務省「消費者物価指数」

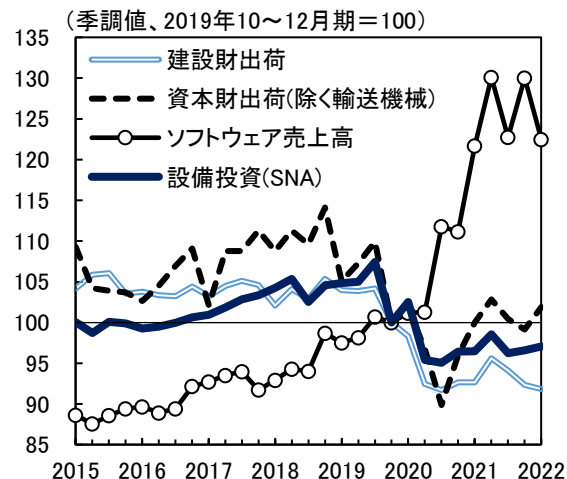
(3)設備投資

2022 年 1～3 月期の設備投資は前期比+0.5%と 2 四半期連続で増加したが、弱い回復基調が続いている(次頁図表 9)。項目別にみると、ソフトウェア投資はコロナ禍におけるデジタル化需要拡大が一服しつつあるとみられ、増勢は落ち着きながらも高水準を維持している。機械投資は、半導体関連産業を中心に回復基調が続くなかでも、供給制約の影響が残る自動車産業や感染拡大に業況が左右される対面型サービス業などで弱さがみられる。建設投資は、受注残高が積み上がる状況は変わらないものの、実績は減少傾向にある。従来からの人手不足に加え、資材調達不良などから工期が長期化し、供給制約の影響を受けていると考えられる。

日銀短観(3 月調査)の設備投資計画をみると、製造業を中心に 2021 年度計画(実績見込)が下方修正されたが、2022 年度計画は例年よりも高水準となった(次頁図表 10)。これは、今後の設備投資需要が減ったのではなく、感染拡大・ウクライナ危機などによる不確実性の高まりや供給制約を背景に、設備投資計画の先送りが生じたと見るのが妥当だろう。

先行き、ウィズコロナを前提とした経済活動の回復が続く下で、設備投資は回復基調を続けよう。但し、コモディティ価格や物流費の高騰に伴う資材・部材価格の高騰は、企業収益の悪化や投資計画の採算悪化をもたらす可能性が高い。加えて、新興国での感染拡大や中国の「ゼロコロナ政策」を背景としたグローバルサプライチェーンの混乱から、供給制約が設備投資を下押しする状況が長引く懸念もある。そのため、計画通りに設備投資が顕在化しない可能性も非常に高いといえよう。以上を踏まえ、設備投資(SNA)は、2022 年度+3.4%、2023 年度+4.0%と予測する。

図表 9 設備投資(SNA)と一致指標

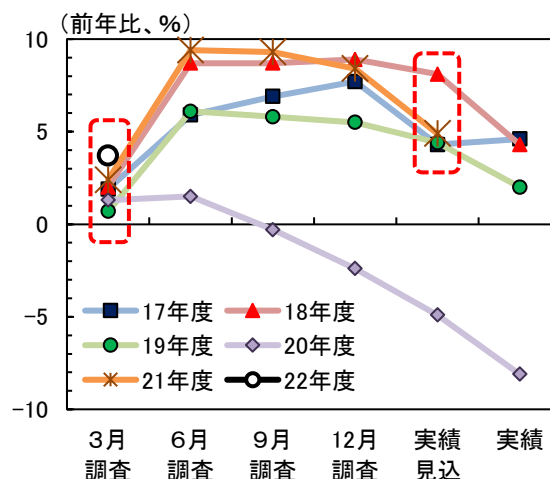


(注)2022 年 1～3 月期まで。出荷は国内向け。

ソフトウェア売上高は独自季調値。

(資料)内閣府「四半期別 GDP 速報」、経済産業省「鉱工業出荷内訳表」「特定サービス産業動態統計調査」

図表 10 設備投資計画修正パターン



(注) ソフトウェア・研究開発投資を含み、土地投資を除く。全規模全産業(金融機関含む)。

(資料)日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

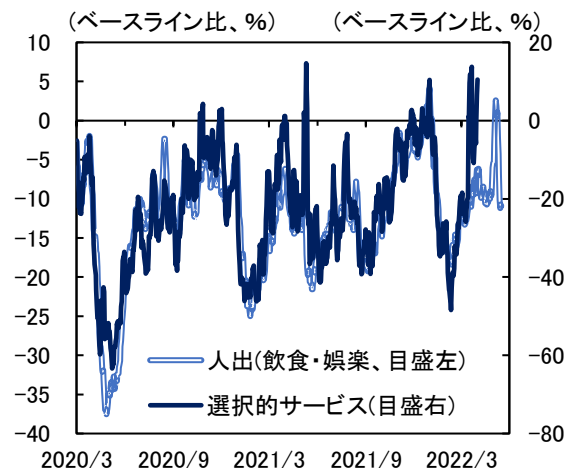
(4)個人消費

2022 年 1～3 月期の個人消費は、1～2 月に変異株(オミクロン株)の流行による新規感染者数の増加で外出自粛の動きが強まり、サービス消費が減少した(次頁図表 11)。3 月には感染拡大のピークアウトを受けて人出は回復基調となったものの、均すと前期比 ▲0.0%の横ばい推移となった。国内のワクチン接種率(2 回接種済の割合)は 8 割を超え、重症化リスクが抑制されていても国民の感染症への警戒が根強いことが示された。

足下、新規感染者数が下げ切らない中でも、政府はゴールデンウィークの外出自粛要請を実施しなかった他、マスク着用基準の緩和方針を表明したり、各地の旅行需要喚起策に財政支援を行ったりと、感染拡大防止対策にウィズコロナに向けた緩和の兆しがみられる。先行き、4～6 月期は、人出の回復基調が続いていることから個人消費は大幅な増加となろう。その後は、新型コロナウイルス感染症による重症者数や死亡者数が抑制されていることを前提に、欧米での経済活動再開の動きや政府の感染症対応の変化に徐々に追随する形で、ウィズコロナによる経済活動の再開が国内でも本格化していくであろう。消費性向がコロナ禍前の水準を大幅に下回っていることもあり、当面はサービス消費が感染拡大前の水準へ向けて戻っていく力を原動力に、個人消費の回復は続くとする。なお、サービス消費が感染拡大前(2019 年 10～12 月期)の水準を回復する時期は、在宅勤務やオンライン授業などが定着し、職場や駅の人出が減少していることも考慮して、2024 年度以降と想定している。但し、欧米に比べて限定的とはいえ、エネルギー価格や食料品価

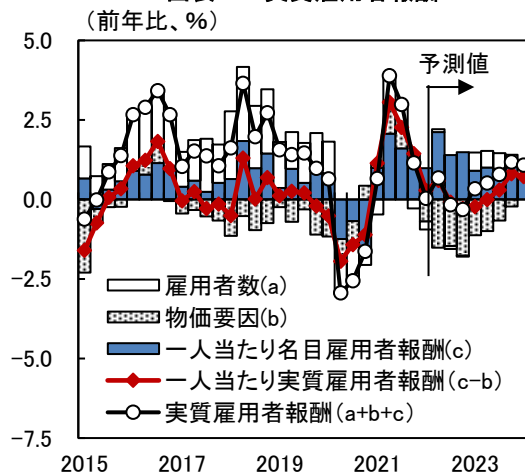
格の上昇による消費者物価の上昇は実質所得を下押しする(図表 12)。2022 年度の春闘における賃上げの動きが現時点で底堅いことや、経済活動再開に伴い雇用も回復に向かうことが支えとなるものの、インフレ率がピークアウトするまでは実質所得の低迷が続き、個人消費の重石となろう。以上を踏まえ、個人消費(SNA)は 2022 年度+4.3%、2023 年度+0.9%と予測する。

図表 11 人出(飲食・娯楽施設)と選択的サービス消費



(注)7 日移動平均値。人出の外れ値補正済み。
ベースラインは 2020/1/3～2/6 の曜日別中央値。
(資料)Google「Community Mobility Reports」、総務省、CEIC

図表 12 実質雇用者報酬

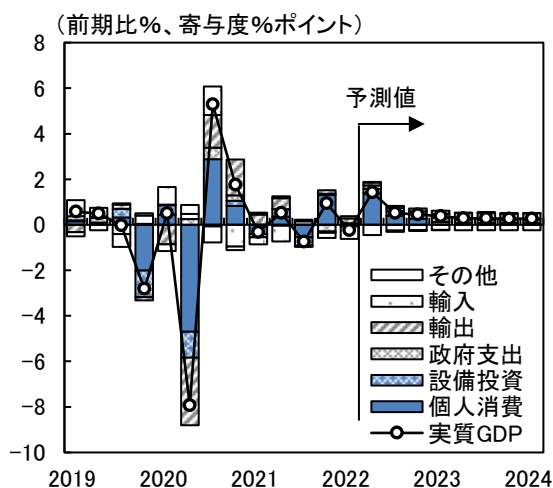


(資料)内閣府「四半期別 GDP 速報」
総務省「労働力調査」

(5) 総括

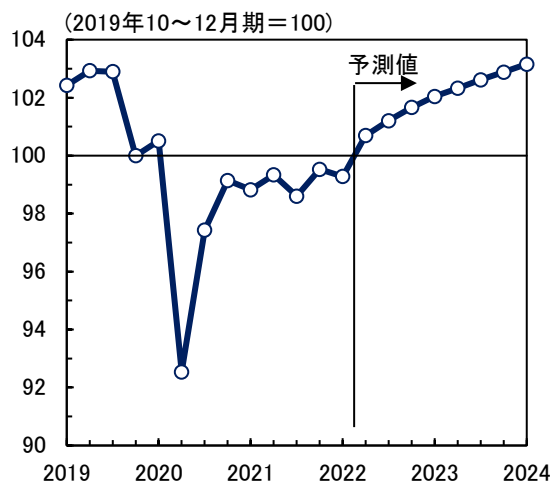
経済見通し全体を総括すると、2022 年 4～6 月期はオミクロン株による感染拡大のピークアウトから人出の回復が続き、前期比+1.4%(年率+5.8%)と大幅なプラス成長を見込む(図表 13)。その先は、新型コロナウイルス感染症の重症化率が抑制された状況が続くことを前提に、ウィズコロナによる経済活動の再開が進み、それに伴って雇用・賃金も回復に向かうことから、景気の回復基調は続く予想する。但し、海外経済の減速や供給制約、コモディティ価格高騰による企業収益・実質所得の下押しなどが重石となり、回復ペースは抑制されよう。以上を踏まえ、日本の実質 GDP 成長率は、2022 年度+2.3%、2023 年度+1.3%と予測する。また実質 GDP 水準は 2022 年 4～6 月期に四半期ベースで感染拡大前(2019 年 10～12 月期)の水準を回復しよう(図表 14)。

図表 13 実質 GDP 成長率(年率)の寄与度分解



(資料)内閣府「四半期別 GDP 速報」

図表 14 実質 GDP の予測パス



(資料)内閣府「四半期別 GDP 速報」

4. リスク要因

上述の日本経済の見通しから外れるリスク要因としては、図表 15 に挙げた項目がある。本稿の見通しでは、欧米と同じく日本も今後はウィズコロナによる経済活動の回復が徐々に進むことを前提としている。入国における水際対策の緩和が加速すれば、インバウンド消費の増加が国内景気に追い風となろう。また、これまで抑制されてきた対面型サービス消費拡大の需要喚起策の拡充が期待される。加えて、新型コロナの治療薬が一般化すれば、国民の外出活発化を後押しすることにもなる。

一方、下振れ要因としては、世界的な更なるインフレ加速と金利上昇が注目される。欧米の金融引締めは、需要面のインフレ圧力に働きかけることはできても、ウクライナ危機やグローバルサプライチェーンの混乱、人手不足など供給面のインフレ圧力を抑えることは出来ない。ウクライナ危機の長期化や中国の「ゼロコロナ政策」の継続によるロックダウン長期化は、世界的なインフレに拍車をかけることが懸念される。インフレの先行きは非常に不透明感が高いといえよう。

欧米の金融引締めの過程で、海外債務を多く抱える新興国や低格付国が金融面で不安定化しリスクオフの動きが世界的に波及すれば、国内家計・企業のマインドを悪化させる可能性もある。

もちろん、重症化リスクを高める新たな変異株の出現や、政府の感染拡大防止対策の方針が緩和しても国民の感染症に対する警戒が残り続けることなども、国内景気の下押し要因として残り続けている。

図表 15 リスク整理

上振れ要因	・入国制限措置の緩和 ・対面型サービス消費拡大の需要喚起策の拡充 ・新型コロナウイルス感染症への治療薬の普及 ・外出自粛に伴う支出抑制で増加した貯蓄(強制貯蓄)の取り崩し
下振れ要因	・世界的なインフレ加速、金利上昇 ・ウクライナ情勢の緊迫化に伴うエネルギー価格の更なる高騰・世界的な金融市場のリスクオフ ・中国の「ゼロコロナ政策」の維持に伴う中国経済の失速、グローバルサプライチェーンの混乱悪化 ・新たな変異株による感染拡大(行動制限の強化、長期化) ・米中摩擦の再燃(貿易、安全保障、人権問題、ハイテク覇権等) ・潜在成長率の低下(資本・労働力の棄損)

(調査部 シニアエコノミスト 岩橋 淳樹)

※ 本レポートは作成時に入手可能なデータに基づく情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解ではありません。ご質問等はchosainfo@smtbjpまでご連絡ください。

日本経済見通し 総括表

(作成日：2022年5月23日)

	単位	2022				2023				2024	2021	2022	2023
		1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	年度	年度	年度
<実質・2015年基準>													
国内総支出	前期比(%)	-0.2	1.4	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	2.1	2.3	1.3
	前期比年率(%)	-1.0	5.8	2.1	1.8	1.5	1.1	1.1	1.0	1.1			
民間最終消費	前期比(%)	-0.0	2.5	0.7	0.5	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	2.6	4.3	0.9
民間住宅投資	前期比(%)	-1.1	0.6	-1.5	-0.7	-0.3	-0.3	-0.4	-0.4	-0.4	-1.6	-2.7	-1.8
民間設備投資	前期比(%)	0.5	1.3	1.3	1.3	1.3	0.8	0.8	0.8	0.8	1.3	3.4	4.0
民間在庫変動	前期比寄与度 (%ポイント)	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0
政府最終消費	前期比(%)	0.6	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	2.0	1.1	0.6
公的固定資本形成	前期比(%)	-3.6	2.0	1.7	1.5	2.1	0.1	0.2	-0.2	0.5	-9.3	-0.8	2.7
財貨・サービス輸出	前期比(%)	1.1	0.7	0.5	0.7	0.7	1.3	1.3	1.3	1.1	12.5	2.8	4.3
財貨・サービス輸入	前期比(%)	3.4	2.3	1.3	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0	7.2	6.8	4.4
内需寄与度	前期比寄与度 (%ポイント)	0.1	1.7	0.7	0.6	0.5	0.3	0.3	0.2	0.3	1.3	3.2	1.5
外需寄与度	前期比寄与度 (%ポイント)	-0.4	-0.3	-0.2	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.8	-0.8	-0.2
<名目>													
国内総支出	前期比(%)	0.1	2.0	0.4	0.8	0.1	1.8	-0.3	0.3	-0.5	1.1	2.7	2.1
GDPデフレーター	前年同期比(%)	-0.4	-0.2	0.1	1.1	0.6	1.4	0.9	0.6	0.3	-1.0	0.4	0.8
鉱工業生産指数	前期比(%)	0.8	2.0	1.0	1.0	0.9	1.0	1.0	0.9	0.9	5.8	3.8	3.8
企業物価指数	前年同期比(%)	9.6	8.7	6.2	3.7	1.4	-0.5	-0.5	-0.4	-0.3	7.3	4.9	-0.4
輸出物価指数	前年同期比(%)	13.0	12.9	11.2	7.4	4.7	-0.8	-1.3	-1.2	-1.1	12.3	8.9	-1.1
輸入物価指数	前年同期比(%)	35.1	34.3	23.4	10.5	5.1	-4.4	-3.5	-3.0	-2.5	32.8	17.4	-3.4
消費者物価指数(生鮮食品除く)	前年同期比(%)	0.6	1.9	1.8	2.1	1.7	1.3	1.0	0.5	0.2	0.1	1.9	0.7
完全失業率	%	2.7	2.6	2.6	2.6	2.5	2.5	2.4	2.4	2.4	2.8	2.6	2.4
雇用者数	前年同期比(%)	-0.2	0.1	-0.1	0.0	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4	0.2	0.1	0.4
1人当たり名目賃金	前年同期比(%)	1.2	2.1	1.4	1.5	0.8	1.0	0.9	1.0	0.6	0.6	1.5	0.9
名目雇用者報酬	前年同期比(%)	0.7	2.2	1.3	1.4	1.5	1.5	1.5	1.4	1.1	1.7	1.6	1.4
新設住宅着工戸数	季調済年率(万戸)	87.3	83.0	82.3	81.8	81.3	80.8	80.1	79.7	79.2	86.6	82.3	80.1
貿易収支	兆円	-1.9	-3.7	-3.5	-3.2	-3.5	-3.9	-3.3	-2.5	-2.7	-1.7	-13.9	-12.3
輸出	兆円	22.3	23.2	23.5	24.4	23.5	23.4	23.8	25.0	24.1	85.5	94.7	96.2
輸入	兆円	24.3	26.9	27.0	27.7	27.0	27.3	27.1	27.4	26.7	87.1	108.6	108.6
第一次所得収支	兆円	6.8	5.3	6.6	4.4	6.4	5.5	6.8	4.6	6.5	21.6	22.7	23.4
経常収支	兆円	3.0	-0.1	1.7	0.1	1.6	0.3	2.3	0.9	2.2	12.6	3.3	5.8
米国実質GDP(暦年ベース)	前期比年率(%)	-1.4	3.9	2.6	2.3	1.9	1.8	1.7	1.8	1.9	5.7	2.8	2.1
中国実質GDP(暦年ベース)	前年同期比(%)	4.8	-2.0	8.0	7.0	6.0	12.0	2.0	3.0	5.3	8.1	4.6	5.5
無担保コールレート翌日物	平均値、%	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	-0.04	-0.03	-0.03
10年国債利回り	平均値、%	0.18	0.24	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.09	0.25	0.25
ドル円レート	平均値、円/ドル	116.2	124.8	128.0	128.1	128.2	128.3	128.4	128.5	128.6	112.4	127.3	128.5
WTI原油価格	平均値、ドル/バレル	95.2	105.3	104.9	98.9	94.0	90.2	87.3	84.8	82.6	77.3	100.8	86.2

→予測値

→予測値



ゼロコロナ政策は中国家計所得にも悪影響

～中国景気悪化は世界経済の停滞につながる可能性～

<要旨>

中国の景気悪化は、直近の上海などのロックダウンによる影響だけではなく、ゼロコロナ政策が長期化するなかで家計所得が弱含んだ結果でもある。中国はコロナ禍の財政支援が欧米に比べて限定的で、家計所得への大規模な直接支援は行われていない。今後も所得改善が進まなければ、4～6 月期のマイナス成長にとどまらず、その後の反発が鈍り、2022 年の政府目標である実質 GDP 成長率+5.5%前後には至らないだろう。

世界経済への影響については、中国経済の悪化によって対中輸出の下押しが強まる懸念材料となるが、米中摩擦以降の中国と日米の景気循環の連動性は弱まっている。中国からの部品等供給不足がサプライチェーンを通して世界の生産に与える供給側としての影響については、物流混乱による一時的な不安の高まりにとどまれば中国以外の国のチャンスにつながるとも考えられるが、代替先の確保等に不透明感が残る。

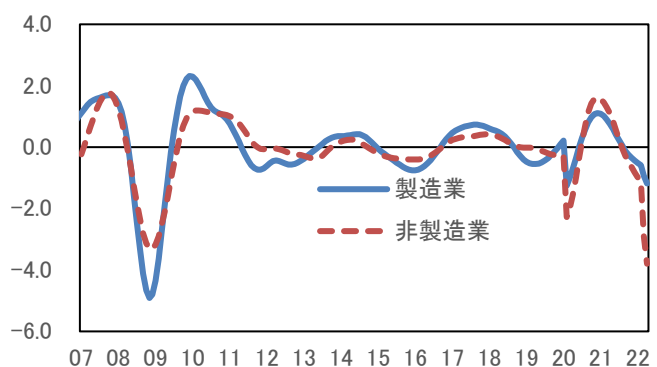
1. はじめに

中国におけるオミクロン株による感染者数の急増を受け 3 月下旬より上海を中心にロックダウン措置が導入された結果、4 月の主要経済指標は軒並み大幅に悪化した。PMI は製造業 47.4(3 月 49.5)、非製造業 41.9(3 月 48.4)と、2020 年 2 月(製造業 35.7、非製造業 29.6)ほどの落ち込みには至らなかったとはいえ、急速な縮小を示した。4 月下旬からは北京でも行動制限が強化されており、5 月にはさらに悪化する懸念がある。

こうした急速な景気悪化は、欧米など多くの国が感染者数の増減に関わらず経済正常化を進める中で、中国がゼロコロナ政策の下に感染者数を実質ゼロとするまで¹厳格な隔離措置を実施していることが主因であることは言うまでもない。但し、PMI の循環成分を取り出してみると、製造業、非製造業ともに 2021 年初をピークにすでに下降局面に入っており(図表 1)²、最近の措置に関わらず景気悪化が生じてい

図表1 中国 PMI の循環成分

(トレンドからの乖離幅、%PT)



(注)HP フィルタにより、トレンドを除去(λ=14400)した循環成分を平滑化(λ=100)。

(資料)中国国家统计局

¹ 中国は 2021 年後半から、感染を適切に制御し継続的な感染拡大を防ぐ「動態ゼロコロナ政策」を掲げている。足元の感染拡大に対しては、住居エリアを「封控区(直近 7 日間に感染報告)」 「管控区(直近 7 日間に感染報告なし)」 「防范区(直近 14 日間に感染報告なし)」に区分し、まずは社会面(封控区以外)の感染者数が 3 日連続ゼロとなる状態(=社会面ゼロ)を目指している(上海は 5/17 に社会面ゼロ達成を宣言)。

² HP フィルタにより抽出した循環成分は、直近値ほど今後データが追加されることで変化する可能性がある。また、ロックダウンに伴う景気悪化は、通常の景気循環と異なり非連続に生じている側面が強い。そのため、①2020/1 まで、②2022/2 まで、③2022/4 までの 3 期間で推計し、ロックダウン導入後のデータに左右されないよう①②③を接続した。

た。足元で感染拡大が落ち着いていることから、上海市当局は6月中のロックダウン解除を目指すとしているが、措置解除後にも2020年のような大幅な景気の反発は望めない可能性がある。

以下では、4月の経済指標を2020年1～2月と比較しつつ、ゼロコロナ政策下での景気下押し要因を整理する。さらに、ロックダウンに伴う生産停滞や物流混乱等がサプライチェーンを通じ世界経済の停滞につながる懸念が高まっており、中国景気悪化による世界経済への影響についても検討する。

2. 足元の景気悪化は家計所得弱含みも影響

4月の小売販売は前年比▲11.1%と2桁減となったが、前回大規模ロックダウンが実施された2020年1～2月の同▲20.5%に比べると悪化が抑えられている。但し、2020年時と商品別内訳の動きを比較すると、衣服や化粧品、日用品、通信機などで2020年時よりも減少幅が大きく、自動車販売は2020年よりましとはいえ、同▲30%超の落ち込みとなった(図表2)。行動制限の影響を受けにくいネット販売は2020年に同▲3.0%減にとどまった一方、4月は同▲10.2%減少しており、行動制限だけではなく需要そのものが減退していたことが示唆される。都市・農村の別では、都市部の減少幅(同▲11.3%)が農村部(同▲9.8%)を上回っており、都市部の消費ウェイトが大きいとみられる衣服や化粧品の低迷につながったようだ。また、住宅の価格、販売、着工は2020年には前年比プラスを維持していたが、4月は価格下落と需要減退により販売、着工ともに減少した(図表3)。

こうした足元の消費・住宅需要低迷の背景には、家計所得の弱含みも影響している。2022年1～3月期の実質可処分所得は前年比+5.1%(2021年10～12月期:同+3.6%)と反発したが、コロナ前に同+6～7%で推移していたのとは比べて鈍化したままである。特に都市部の実質可処分所得の累計伸び率は同+4.2%と、農村部の同+6.3%と比べて回復の鈍さが目立つ。季節調整値(試算値)でみると、2022年初に過去トレンドに回帰するも、その後は下振れたままとなっている

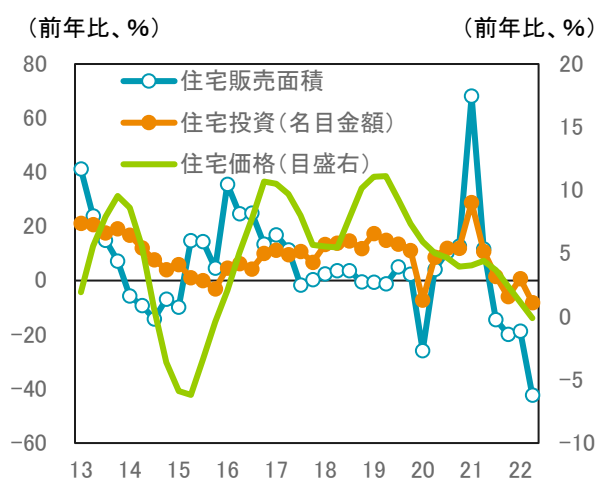
図表2 小売(2020年1～2月との前年比(%)比較)

	2020年 1～2月	2022年 4月
小売	▲ 20.5	▲ 11.1
食品	▲ 4.0	8.4
服飾	▲ 30.9	▲ 22.8
化粧品	▲ 14.1	▲ 22.3
宝飾品	▲ 41.1	▲ 26.7
日用品	▲ 6.6	▲ 10.2
家電・音響機器	▲ 30.0	▲ 8.1
医薬品	0.2	7.9
事務用品	▲ 8.9	▲ 4.8
家具	▲ 33.5	▲ 14.0
通信機	▲ 8.8	▲ 21.8
石油	▲ 26.2	4.7
建築材料	▲ 30.5	▲ 11.7
自動車	▲ 37.0	▲ 31.6
飲食サービス	▲ 39.7	▲ 24.0

(注)内訳は一定規模以上小売売上ベース。

(資料)中国国家统计局

図表3 住宅市場動向



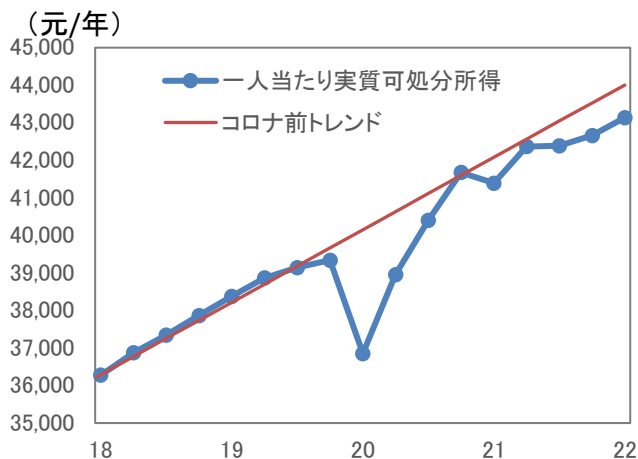
(注)直近四半期は2022年4月の前年同期比。

(資料)中国国家统计局

(図表 4)。2020 年の都市部の所得階層別の可処分所得の伸び率をみると、コロナショックにより低所得層ではほぼゼロまで低下していた(図表 5)。外出規制による影響が深刻だった都市部の対面サービス従事者は比較的賃金水準が低く、賃金下押し圧力がより強かったためである。2020 年には、最低賃金引き上げが 32 省中 3 省しか実施されなかったことも影響したとみられる。

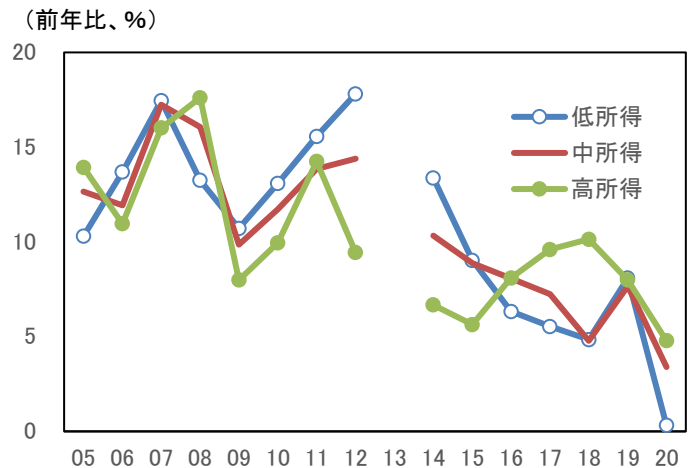
オックスフォード大学のコロナ対策厳格度指数(Stringency Index)によれば、中国は感染状況に応じて頻繁にコロナ対策を強化しており、他の国に比べてコロナ対策による制約を長期間にわたって受けている(図表 6)。長きにわたるゼロコロナ政策の維持により、2021 年以降も対面サービス従事者を含む低所得層の所得低迷が続いている可能性が高い。他方、3 回の現金給付や失業給付拡充などにより低所得層を中心に社会移転による可処分所得増を実現した米国などと比べ、中国のコロナ禍における財政支出増加が限定的であったため(図表 7)、賃金の伸び鈍化がそのまま可処分所得の鈍化につながったとみられる。

図表 4 都市部の実質可処分所得



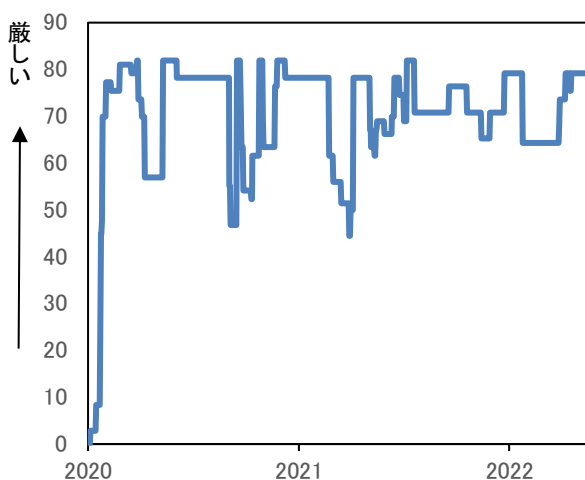
(注) 調査部による季節調整値。トレンドは 2010～2019 年。
(資料) 中国国家统计局

図表 5 所得階層別 可処分所得(都市部)



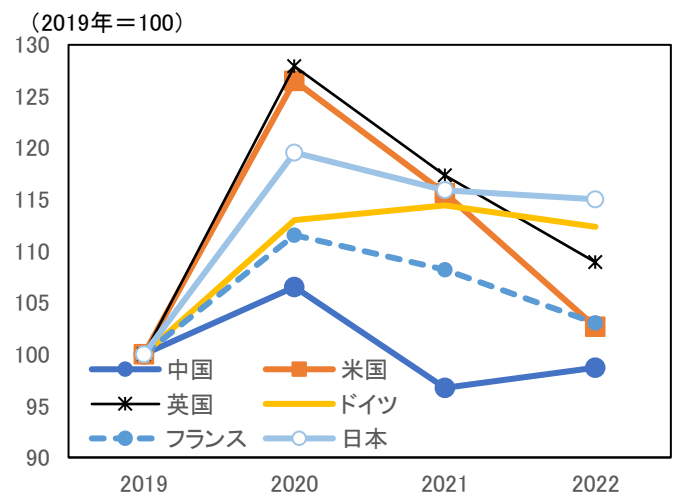
(注) 2013 年は家計調査の改定による断層があるため、前年比が接続しない。
(資料) 中国国家统计局

図表 6 中国のコロナ対策厳格度指数



(資料) オックスフォード大学

図表 7 主要国 財政支出 GDP 比

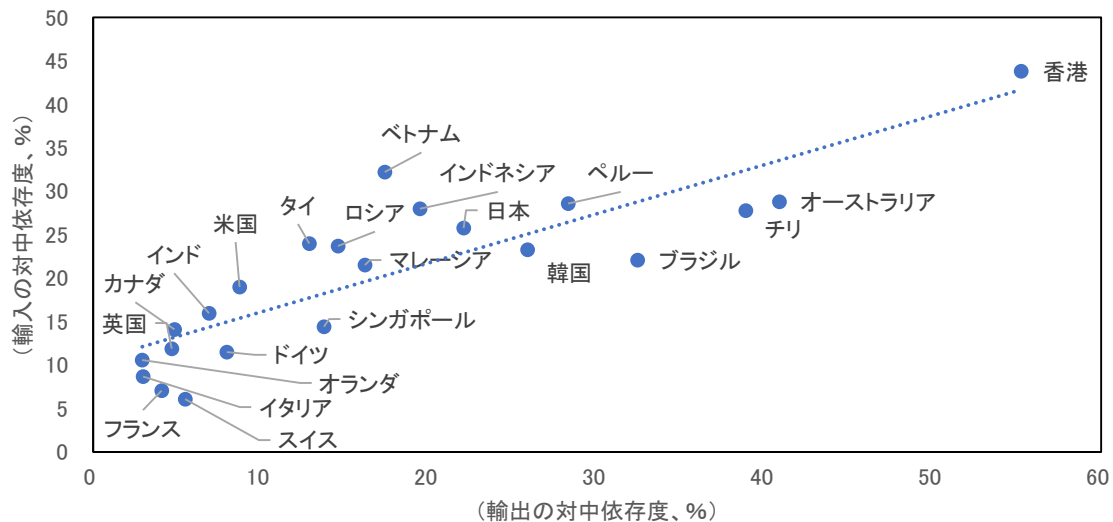


(注) 2022 年は IMF 見通し。
(資料) IMF「World Economic Outlook database」

3. 世界経済への影響

中国の景気悪化は、その他の国にとって、中国への輸出依存度が高い国を中心に外需が悪化し景気下押し圧力となる。図表 8 の横軸が輸出の対中依存度であり、そもそも中国の貿易中継地である香港を除けば、資源関連輸出が多いオーストラリア、チリ、ブラジル、ペルーのほか、地理的結びつきが強い韓国・日本などが 20% 超と高い依存度を示す。

図表 8 主要貿易国の対中依存度(2020 年)

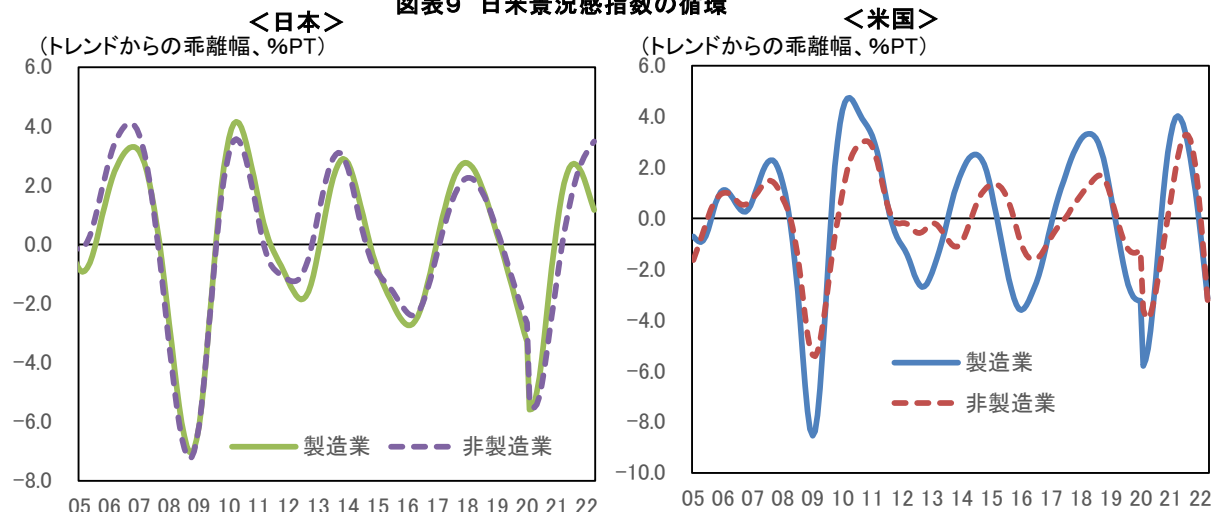


(注) 対中輸出・輸入金額ともに 100 億ドル以上の国を抽出。

(資料) Comtrade

しかし、需要側としての中国と、その他の国の景気の相関は、足元で低下しつつある。中国の景気悪化の世界経済への波及について、冒頭でみた中国の PMI 循環と日米景況感指数(日本は景気ウォッチャー調査、米国は ISM 指数)の循環(図表 9)との相関から検討する。一定期間のデータが確保できる製造業に限ると、米国は中国の景気循環から 2~3 カ月遅れるのに対して、日本はほぼ同時であった。また、ローリング相関係数(過去 3 年)は概ね高い順相関が窺われるが、リーマンショック時と、2019 年以降の米中貿易摩擦からコロナ禍にかけての現期間で、相関が小さくなっている(次頁図表 10)。背景についてはさらに検討する必要があるが、足元で中国のみの景気悪化にとどまれば、世界全体に及ぼす影響は以前ほど大きくない可能性を示唆している。

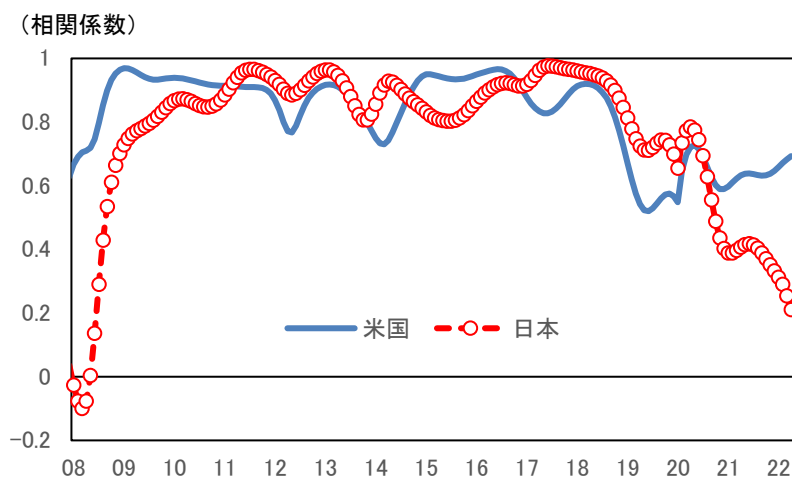
図表 9 日米景況感指数の循環



(注) 作成方法は図表 1 の注参照。

(資料) 内閣府、米国サプライチェーン協会

図表 10 中国景気循環と日米景気循環との相関係数(製造業)



(資料)内閣府、米国サプライチェーン協会、中国国家統計局

このような需要(輸入)側としての中国の影響に加えて、供給(輸出)側としての影響も考慮する必要がある。ロックダウン措置に伴う生産活動の停滞・物流の混乱などによって中国からの輸入依存度が高い国を中心に、中国からの部品調達が滞って生産活動への影響が生じるほか、消費財も含め供給不足によるインフレ圧力となる恐れもあるからだ。輸出の対中依存度が高い国ほど輸入の対中依存度も高いが、先に挙げた国に加えて、ベトナム等 ASEAN 各国やロシアの対中依存度が高い。この影響は在庫である程度カバーすることが可能だが、中国の景気悪化が長引けば、代替困難な部品の供給不足が生じる。そうした供給不足がどこまでサプライチェーンの停滞につながるかを見通しづらいために、中国のゼロコロナ政策は世界経済の先行き不透明感の高まりとして意識されやすい。

実際、1～3 月期の中国の輸出は前期比+3.3%(2022 年 10～12 月期:同+5.0%)と堅調を維持したが、4 月は 1～3 月期比▲6.4%と大幅減に転じており、5 月にはさらに悪化が予想される。4 月の輸出・生産の詳細な内訳は現時点で未公表のものが多く、工業生産統計(数量ベース)を確認すると、原油加工やセメント、金属切削機、自動車、発電設備、マイコン機器、集積回路が前年比 2 桁減まで落ち込んでいた。加工業は相対的に労働集約的であり、出社規制などによる影響を受けやすい。これらを含む一般機械や電子部品などの中国からの輸出が、今後減少する可能性に留意が必要である。

米中貿易摩擦により中国の輸出品に高関税制裁が科された際、当該品目の中国からの輸出は激減したが、他国からの代替などにより大きな混乱は生じなかった³。物流の混乱が一時的にとどまれば、供給不足は深刻化せず、中国以外の国・地域にとっては新たなビジネスチャンスとなるという側面もある。但しそのためには、米国など先進国の労働力率がコロナ前まで戻らず人手不足が常態化する中で、代替を確保できるかが課題であり、この点の不透明感が残る。

(調査部 チーフエコノミスト 大和 香織)

³ Pablo Fajgelbaum, Pinelopi K. Goldberg, Patrick J. Kennedy, Amit Khandelwal, Daria Taglioni, 2022, “THE US-CHINA TRADE WAR AND GLOBAL REALLOCATIONS” NBER Working Paper29562 によれば、高関税を課された品目の中国以外の国から米国への輸出が拡大したことから、中期的には米中摩擦には他国に新たな貿易機会を与えたと結論付けている。

※ 本レポートは作成時に入手可能なデータに基づく情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解ではありません。ご質問等はchosainfo@smtbjpまでご連絡ください。