

2022年8月18日

2022・2023年度 日本経済の見通し（改訂）

～ 生活必需品の値上がりが消費者の購買力を削いでいる ～

富国生命保険相互会社（社長 米山 好映）は、2022・2023年度の経済見通しを改訂しました。

【実質GDP成長率予測】

2022年度 +1.7%（前回+2.2%）、2023年度 +0.4%（前回+0.7%）

○ 4～6月期はプラス成長も、伸び率は前回の当社予測を下回る

2022年4～6月期の実質GDP成長率は、前期比+0.5%（年率+2.2%）と三四半期連続のプラスとなった。まん延防止等重点措置の解除によりサービス消費を中心に個人消費が増加したものの、その伸び率は前回の当社予測を下回った。生活必需品の値上がりが消費者の購買力を削いでおり、また金利上昇や資材価格上昇が住宅投資の重石となっていることなどから、2022・2023年度の見通しをそれぞれ下方修正した。

○ 10～12月期まではペントアップ需要でプラス成長も、その後は一時的なマイナス成長へ

中国の上海市におけるロックダウンは6月に解除され、コロナ対応の制限措置の緩和による物流改善が進んでいる。一方、米国ではインフレ鎮静化を目指した大幅利上げが景気を冷やしつつあり、欧州でもエネルギー価格上昇が家計を圧迫している。

日本では、7月からの新型コロナ感染再拡大に対して制限措置は導入されておらず、今後も10～12月期まではサービス消費を中心にコロナ禍でのペントアップ需要に支えられた緩やかな成長が続くと予測する。ただし、その効果が一服する年明け後には生活必需品の値上がりによる消費者の購買力低下の影響が優勢となり、一時的なマイナス成長となるだろう。もっとも、堅調な企業収益を背景とした設備投資の増加が下支えとなり、景気回復基調は維持されると見込む。消費者物価（除く生鮮）の前年比上昇率は年末頃まで2%台前半の横ばい圏で推移し、その後は1%台後半に鈍化すると見込む。

○ エネルギー価格の再上昇や中国経済の失速などがリスク要因

エネルギー価格はこのところ頭打ちとなっているが、北半球の冬期に向けた需給環境は楽観できない。地政学リスクの一段の悪化などがエネルギー価格の再上昇、ひいてはインフレの再加速に繋がり、金融資本市場の織り込みを大幅に超える利上げを各国中銀が強いられれば、市場の大きな混乱やグローバルなスタグフレーションを招くだろう。不動産市場が一段と悪化して中国経済が失速するリスクや、安全保障上の理由などからグローバル貿易の縮小が加速し、世界経済の成長を押し下げるリスクにも留意が必要であろう。

○お問い合わせ

富国生命保険相互会社

〒100-0011東京都千代田区内幸町2-2-2

<http://www.fukoku-life.co.jp>

担当：財務企画部 高松 千之

TEL (03) 3593-7576

chiyuki.takamatsu.kh@fm.fukoku-life.co.jp

図表1. 2022・2023年度 経済見通し

(前年比、%)

	2021 年度 実績	2022年度予測				2023年度予測				
		上期		下期		前回 2022年5月 時点	上期		下期	
		(前期比)		(前期比)			(前期比)		(前期比)	
名目国内総生産(兆円)	541.6 1.3	554.5 2.4	547.8 0.9	558.7 2.0	554.0 2.3	566.5 2.2	560.5 0.3	572.0 2.0	560.4 1.2	
実質国内総生産(兆円)	536.9 2.3	545.9 1.7	543.4 0.8	545.9 0.5	548.6 2.2	548.2 0.4	545.2 ▲0.1	550.7 1.0	552.2 0.7	
内 需	1.5	2.0	1.0	0.5	2.7	0.3	▲0.1	0.6	0.6	
民間需要	1.5	1.9	0.7	0.5	2.8	0.2	▲0.2	0.5	0.6	
民間最終消費	2.6	2.9	1.6	0.5	4.3	0.2	▲0.5	0.9	0.1	
民間住宅投資	▲1.6	▲4.4	▲2.8	▲0.4	0.5	▲2.3	▲1.6	▲1.1	0.0	
民間設備投資	0.6	2.6	2.0	1.8	3.3	1.9	0.7	0.7	3.1	
公的 需要	0.0	0.1	0.2	0.0	▲0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	
政府最終消費	2.0	1.2	1.0	▲0.2	0.4	0.2	0.1	0.4	0.2	
公的固定資本形成	▲7.5	▲2.7	▲0.4	1.4	▲2.5	1.6	0.8	0.4	0.2	
財貨・サービスの純輸出	0.8	▲0.3	▲0.2	▲0.0	▲0.6	0.1	▲0.0	0.4	0.0	
財貨・サービスの輸出	12.5	6.1	3.8	3.3	8.4	3.0	▲0.3	3.4	3.3	
財貨・サービスの輸入	7.2	7.5	4.9	3.4	11.4	2.3	▲0.1	1.5	3.0	

注1. 実質値は2015暦年連鎖価格

注2. 内需、民間需要、公的需要、財貨・サービスの純輸出はGDPに対する寄与度

(主な経済指標と前提条件)

鉱工業生産指数	5.8	0.8	▲0.7	3.5	3.8	3.2	1.1	0.8	2.7
国内企業物価指数※	7.0	5.7	7.7	3.8	3.9	0.4	0.6	0.2	0.4
消費者物価指数※	0.1	2.7	2.7	2.7	2.5	1.6	1.7	1.6	1.4
消費者物価(除く生鮮)※	0.1	2.2	2.2	2.1	2.0	1.7	1.8	1.6	1.4
貿易収支(兆円)	▲5.4	▲13.2	▲8.0	▲5.2	▲11.7	▲11.7	▲7.3	▲4.4	▲11.7
経常収支(兆円)	12.6	5.2	1.7	3.5	5.2	8.3	3.1	5.1	5.7
名目賃金指数※	0.7	1.5	1.5	1.6	1.0	1.6	1.5	1.6	1.2
完全失業率(%)	2.8	2.6	2.6	2.6	2.7	2.5	2.5	2.5	2.6
住宅着工戸数(万戸)	86.6	86.1	86.1	86.1	88.1	85.3	85.5	85.0	87.8
為替レート(¥/\$)	112.4	132.4	132.3	132.5	129.8	130.0	130.0	130.0	130.0
原油価格(\$/b)	76.4	102.8	106.2	99.4	103.2	98.5	98.2	98.8	100.9
米国実質成長率(年率)	5.7	1.6	0.6	0.8	2.7	1.0	0.9	1.5	2.2
中国実質成長率※	8.1	3.4	2.5	4.1	5.0	5.0	5.9	4.3	5.0

注1. 原油価格は円ベースの入着価格を為替レート(月中平均、インターバンク中心相場)でドル換算

注2. 米国・中国GDPは暦年ベースの成長率

注3. ※印がついた指標の半期は原系列(前年比伸び率)、それ以外は季節調整値(前期比伸び率)

◇日本経済の現状と見通し

○4～6月期の実質GDP

8月15日に発表された2022年4～6月期の一次速報値によると、実質GDP成長率は前期比+0.5%、年率換算+2.2%と3四半期連続のプラス成長となった(図表2)。需要項目別にみると、まん延防止等重点措置の適用が3月22日から全面解除されたことで、サービス消費を中心に、民間最終消費は前期比1.1%増と3四半期連続の増加となった。住宅投資は同1.9%減と4四半期連続の減少となった。設備投資は

ソフトウェア等への支出などから同1.4%増と2四半期ぶりに増加した。在庫投資の寄与度については、▲0.4ポイントとなった。公的需要は、公的固定資本形成が2021年度補正予算の執行を背景に同0.9%増と6四半期ぶりに増加し、政府消費は医療費等の増加により、同0.5%増と2四半期連続の増加となった。輸出は中国の主要都市のロックダウンによる物流混乱を受けながらも、金属製品等の増加から同0.9%増と8四半期連続の増加となる一方、輸入も原油・天然ガス等の増加から同0.7%増と3四半期連続の増加となった。外需寄与度は同+0.0ポイントとなった。

なお、2022年4～6月期の実質GDP水準は、感染拡大前の2019年10～12月期の水準を回復したものの、それ以前のピークである2019年4～6月期を2.7%下回る水準にとどまっている。また、物価の動きを総合的に示すGDPデフレーターは前期比▲0.3%となり、名目GDP成長率は同+0.3%(年率換算+1.1%)となった。

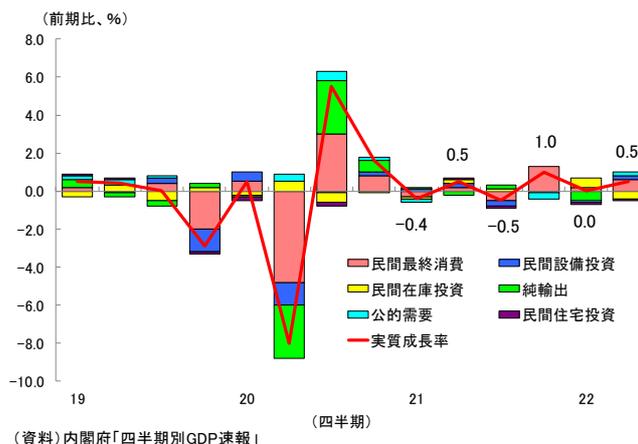
○2022年度10～12月期まではプラス成長も、その後は一時的にマイナス成長へ

中国の上海市におけるロックダウンは6月に解除され、コロナ対応の制限措置の緩和による物流改善が進んでいる。一方、米国ではインフレ鎮静化を目指した大幅利上げが景気を冷やしつつあり、欧州でもエネルギー価格上昇が家計を圧迫している。

日本では、7月からの新型コロナ感染再拡大に対して制限措置は導入されておらず、今後も10～12月期まではサービス消費を中心にコロナ禍でのペントアップ需要に支えられたプラス成長が続くと予測する。ただし、その効果が一服する年明け後には生活必需品の値上がりによる消費者の購買力低下の影響が優勢となり、一時的なマイナス成長となるだろう。もっとも、堅調な企業収益を背景とした設備投資の増加が下支えとなり、景気の回復基調は維持されると見込む。

2022年4～6月期の実質GDP成長率の実績値は個人消費を中心に当社の前回予測を下回った。食品など生活必需品の値上がりが想定した以上に消費者の負担となっていることが窺われ、加えて金利上昇や資材価格上昇が住宅投資の重石となっていることなどから、2022年度の実質GDP成長率予測は前年比+1.7%と前回5月予測(同+2.2%)から0.5ポイント下方修正した。四半期ごとの成長率は、2022年7～9月期：前期比年率+2.1%、10～12月期：同+1.6%、2023年1～3月期：同▲1.2%と予想する。

図表2. 実質GDP成長率の寄与度分解



2023年度は生活必需品の値上がりが徐々に落ち着くなか、緩やかながらも継続的な賃金上昇に支えられて年度後半から消費が上向き、緩やかな成長となるだろう。2023年度の実質GDP成長率は、前年比+0.4%と前回(同+0.7%)から0.3ポイント下方修正した。なお、実質GDPがコロナ前のピークである2019年4~6月期の水準に到達する時期は2025年1~3月期と予想する。

○エネルギー価格の再上昇や中国経済の失速などがリスク要因

エネルギー価格はこのところ頭打ちとなっているものの、北半球の冬期に向けた需給環境は楽観できない。地政学リスクの一段の悪化などがエネルギー価格の再上昇、ひいてはインフレの再加速に繋がり、金融資本市場の織り込みを大幅に超える利上げを各国中銀が強いられば、市場の大きな混乱やグローバルなスタグフレーションを招くだろう。不動産市場の一段の悪化などから中国経済が失速するリスクや、安全保障上の理由などからグローバル貿易の縮小が加速し、世界経済の成長を押し下げるリスクにも留意が必要であろう。

◇主要な需要項目の動向

○個人消費はペントアップ需要に支えられて増加した後、購買力の低下により停滞へ

雇用環境は緩やかに改善している。6月の失業率は2.6%と、まん延防止等重点措置の適用解除による採用活動の回復もあって緩やかな低下傾向が続いており、コロナ前の2019年12月の水準に近づきつつある(図表3)。6月の就業者数(季節調整値)は6,736万人と、依然としてコロナ前の2019年12月の水準を46万人下回るが、そのうち23万人は労働力人口自体の減少に対応している。

雇用環境は引き続き緩やかに改善するだろう。新規求人数は依然として水準はやや低いが、持ち直しが続いている。宿泊業・飲食サービス業などの対面型のサービス業に加え、製造業でも求人増加傾向が続いている。今後も就業者数は緩やかに増加し、失業率は2%台半ばで推移しよう。

名目賃金については物価上昇率を下回る伸びが続くだろう。厚生労働省が8月5日に発表した民間主要企業春季賃上げ要求・妥協状況によると、令和4年の賃上げ率は2.20%と前年(1.86%)を0.34ポイント上回った。岸田内閣は2022年度の最低賃金の引き上げ幅(目安)を31円(率にして3.3%)と発表している。もっとも、雇用者全体として見れば今のところ、物価上昇に見合っただけ賃金が上昇しているとは言い難い。6月の毎月勤労統計の現金給与総額は前年比2.2%増加となったが、このうち特別給与(夏季賞与など)による寄与分が1.2ポイント、所定内給与による寄与分が0.7ポイントである。需給ひっ迫や原材料コストの増加を受けて、ガソリンや食料などの生活必需品の値上げが相次ぎ、消費者物価(除く生鮮)の上昇率が前年比2%台前半で推移するなか、所定内給与による寄与分が横ばい圏であることから、賞与月を除けば名

図表3. 失業率と新規求人数の推移



(資料) 厚生労働省、総務省

目賃金の伸びが物価上昇率を下回っており、消費者の実質的な購買力は削がれていることになる。また、現金給与総額のもう一つの構成要素である所定外給与（残業代）増加の寄与分もこのところ0.3~0.4ポイント程度あるものの、残業代の増加で物価上昇の一部をカバーするという姿は困窮化ともいえる。消費者物価（除く生鮮）の前年比上昇率は年末頃まで2%台前半で推移すると見込んでおり、名目賃金の伸びが上回る状況が続くだろう。名目賃金の伸びが物価上昇率に追いつく時期は2023年度後半と考えている。

個人消費は、まん延防止等重点措置の適用解除を受けて緩やかに増加している。4~6月期の民間最終消費支出は前期比1.1%増となった。コロナ禍でのペントアップ需要の発現もあって、外食や宿泊、旅客輸送といったサービス消費が前期比1.4%増となって個人消費全体を押し上げた。一方で耐久財は同0.3%増、非耐久財は同0.4%増と緩やかな伸びとなった。

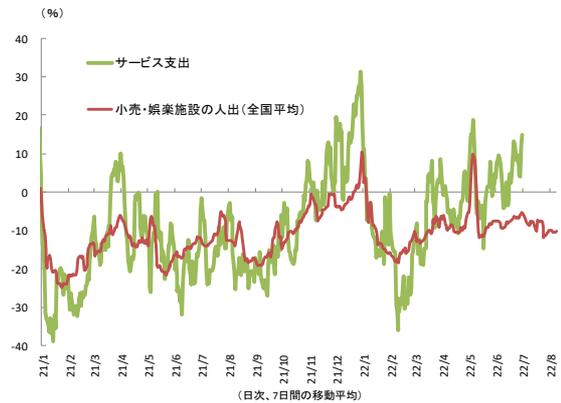
もっとも、4~6月期の個人消費の伸びは当社の前回予測を下回っており、物価高への懸念が消費者の心理面を悪化させている点には留意が必要だ。内閣府「消費動向調査」によると、消費者心理を表す消費者態度指数（二人以上の世帯）は2022年7月が前月比▲1.9ポイントの

30.2となり、低下傾向が続いている。構成指標をみると、このところ特に「暮らし向き」、「耐久消費財の買い時判断」の低下が顕著である。

10~12月期まではサービス消費を中心にコロナ禍でのペントアップ需要に支えられ、個人消費は緩やかな伸びが見込まれる。日本では、7月からの新型コロナ感染再拡大に対して制限措置は導入されておらず、JR各社によればお盆期間の在来線・新幹線の指定席予約数は昨年の上乗率2倍以上、航空各社による国内線の予約数も昨年比2倍程度と発表されている。もっとも、サービスへの支出と連動性が高い小売・娯楽施設の人出は7月以降、やや軟調に推移している。猛暑の影響による外出回避も影響していると思われるものの、制限措置はなくとも感染リスクを下げるため小売・娯楽施設等への来訪を控える人々も存在するだろう

(図表4)。このため、結果として7~9月期におけるコロナ禍でのペントアップ需要の発現はマイルドなものとなり、その一部が10~12月期に持ち越されると予想する。また、ゼロコロナ政策を保持する中国が主要都市のロックダウンを再拡大するリスクは残っているものの、6月の上海市におけるロックダウン解除を受けて物流改善が進んでいるため、自動車販売は増加していくだろう。ただし、ペントアップ需要が一服する2022年度

図表4. 人出とサービス支出の推移



(資料) Google「Community Mobility Report」、総務省「家計調査」より富国生命作成
(備考) ベースライン(2020/1/3~2/6の曜日別中央値)からの変化率

図表5. 新設住宅着工戸数の推移



(資料) 国土交通省「住宅着工統計」(四半期)

後半には、物価高による家計の購買力低下の影響が優勢となって個人消費は減少に転じると見込んでいる。消費が緩やかな回復軌道に復するのは物価上昇が落ち着くと想定する 2023 年度後半と予想している。

○新設住宅着工戸数は、やや減少と予想

4～6 月期の住宅投資は前期比 1.9%減と 4 四半期連続の減少となった。住宅投資に先行して動く新設住宅着工戸数は、4～6 月期が年率 85.2 万戸と前期比で小幅な減少となった（図表 5）。2020 年にコロナ禍の影響で 80 万戸程度まで落ち込んだ着工は、コロナ禍からの回復と各種住宅取得支援策に支えられて、足元は年率 85 万戸前後で推移している。

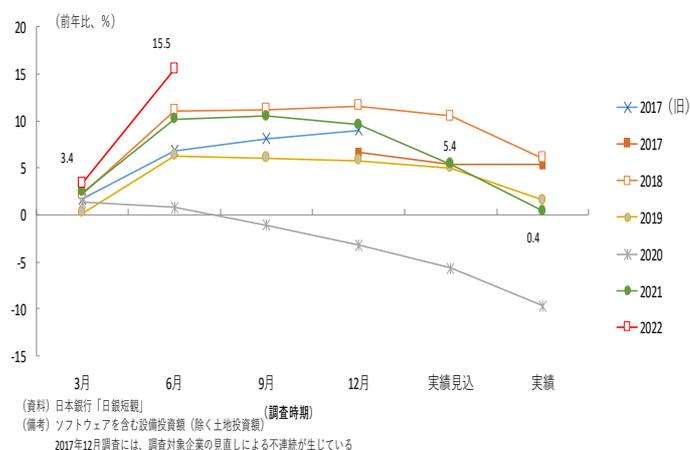
今後の新設住宅着工戸数は、やや減少すると予想する。2022 年からの新住宅ローン減税制度では、控除率は 0.7%と旧制度の 1.0%よりは低下したものの、控除期間が最長 13 年に延長され、省エネ性能の高い住宅では控除対象となるローン対象残高の上限が引き上げられるなど、旧制度から大きく見劣りするものではない。しかし、スワップ金利の上昇を背景に固定金利を選択した場合の住宅ローン金利は上昇しており、加えて土地や木材など資材価格の値上がりもあって、やや手が届きにくい住宅価格となったのかもしれない。コロナ禍における在宅勤務の増加を経験したことで、個人による住環境の改善ニーズは今後も続くものの、持家の着工戸数はやや軟調に推移しそうだ。分譲マンションについても、マンション価格の高騰が需要を抑える要因となる。一方、貸家の着工は比較的堅調に推移している。首都圏を中心にマンション価格が高騰したことで、当面は貸家に住む選択をする世帯の増加が見込まれ、企業によるマンション型を中心とした貸家着工は今後も底堅さを維持しそうだ。

○設備投資は堅調な企業収益を背景に持ち直しが続く

4～6 月期の実質設備投資は前期比 1.4%増と 2 四半期ぶりに増加した。ソフトウェア等への支出が増加に寄与したものとみられる。

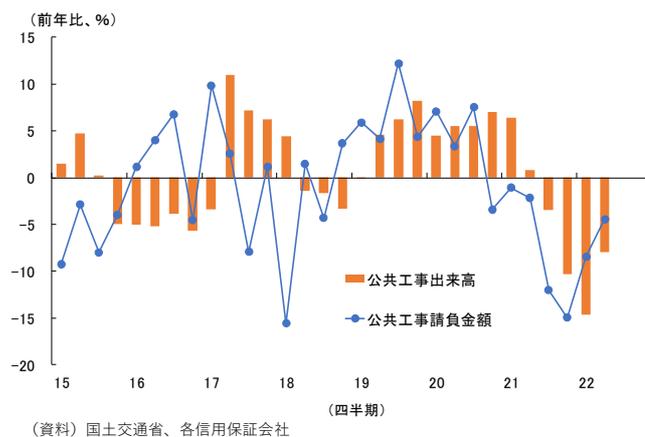
今後も設備投資は堅調な企業収益を背景に緩やかに増加するだろう。日銀短観 6 月調査における全規模・全産業の 2022 年度設備投資計画（ソフトウェアを含む、土地投資を除く）は、前年比 15.5%増と 3 月計画から大幅に上方修正され、過去の年度と比較しても同時期として高い計画が示されている（図表 6）。先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）は 4～6 月期が 8.1%増となった。製造業では造船業やはん用・生産用機械製造業を中心に、非製造業では建設業や卸売業・小売業を中心に、ともに高い伸びとなった。7～9 月期は前期の高い伸びの反動もあってやや減少と見込まれるが、基調としては緩やかな増加が続くだろう。法人企業統計によると、2022 年 1～3 月期の全産業ベースの経常利益は前期比 0.2%増と、同 17.4%増の大幅な伸びとなった 10～12 月期の後であること

図表 6. 設備投資計画調査（全規模・全産業）



も考慮すれば、基調として堅調な推移が続いている。先行きについても、原材料価格高騰に対する川下への価格転嫁にも一定程度の進捗がみられるなか、中国の上海市におけるロックダウン解除による物流改善、情報通信関連などの好調に支えられて企業収益は改善傾向が続くだろう。そのため、製造業の機械投資が続くとみられるほか、データ解析の高度化や営業活動の効率化などに向けたデジタル関連投資、脱炭素化のための投資などを中心に設備投資は緩やかな増加が続くと予想する。

図表 7. 公共工事請負金額・出来高の推移



○公的固定資本形成は緩やかに増加する見込み

4～6月期の公的固定資本形成は前期比0.9%増と6四半期ぶりの増加となった。「流域治水等の推進」や「災害に強い国土幹線道路ネットワークの機能強化対策」などを含む約1.6兆円の公共事業費が計上された2021年度補正予算の執行が進んだと考えられる。先行指標である公共工事請負金額をみると、4～6月期が前年比4.4%減と前年割れながらマイナス幅は縮小している（図表7）。

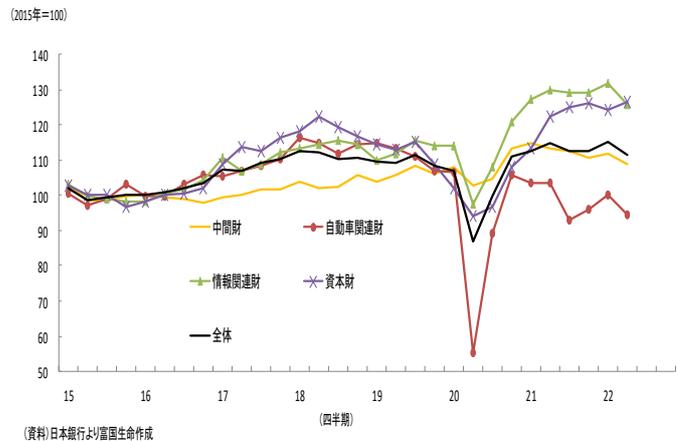
公共工事請負金額の推移から、公的固定資本形成は今後も緩やかに増加すると見込んでいる。2021年度からの5年間で事業規模の目途を概ね15兆円程度とする「防災・減災、国土強靱化のための5か年加速化対策」が実施されており、公共工事の予算が大きく減少することはないとみられる。

○輸出は、供給制約の緩和により緩やかな増加傾向が続く

輸出は緩やかに増加している。4～6月期の実質輸出は金属製品等の増加により前期比0.9%増と8四半期連続の増加となった。もっとも、日銀が公表する実質輸出では4～6月期に全体では前期比で小幅のマイナス、ただし資本財はやや増加となっている(図表8)。なお、サービス輸出に計上されるインバウンド消費については、大きく落ち込んだ状態が続いている。日本政府観光局の発表によると、6月の訪日外客数(外国人旅行者の数)は12万400人と、5月の14万7,000人から減少した。政府は6月に1日当たりの入国者数上限を1万人から2万人に引き上げ、添乗員付きのパッケージツアーに限定して観光目的での入国受入れも再開したが、今のところ訪日外客数の増加には繋がっていない。コロナ感染者数の再拡大(第7波)により入国制限の一段の緩和が困難と思われるなか、コロナ前の1割程度で推移しているインバウンド消費の回復には時間がかかるだろう。

今後も輸出は供給制約の緩和により堅調な増加が続くだろう。中国の上海市におけるロックダウンが6月に解除されたことで、物流環境の改善が続く見込みである。もっとも、2022年度の輸出は、前年度との比較では世界経済の成長ペースが緩やかにとどまることを反映して、緩やかな増加にとどまると予想する。なお、インバウンド消費については、2023年度にはコロナ前である2019年度の半分程度まで回復すると想定している。

図表8. 日銀実質輸出(財別)の推移

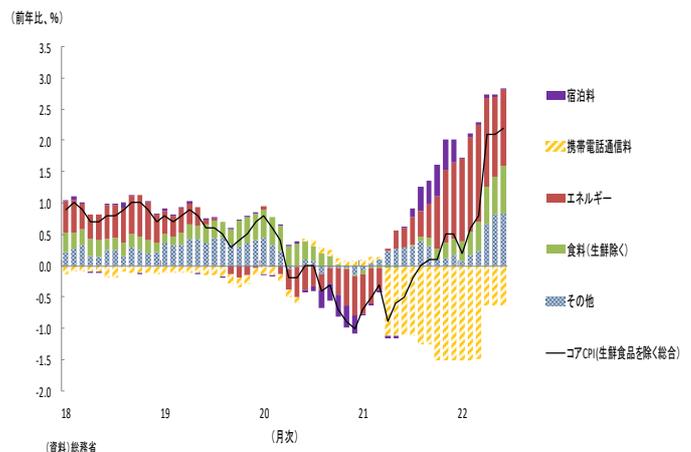


○消費者物価と金融政策の見通し

消費者物価は上昇率が横ばい圏で推移している。6月のコアCPI(生鮮食品を除く消費者物価総合)は前年比+2.2%と、5月から0.1ポイントの上昇となった(図表9)。4月25日から燃料油価格激変緩和補助金の制度が拡充されてエネルギーのプラス寄与がやや縮小した一方、中国の上海市のロックダウンにより品薄となったエアコンなど、その他品目のプラス寄与がやや拡大し、また、生鮮食品を除く食料による押し上げも続いている。

今後のコアCPIは、年末頃まで前年比2%台前半の伸びが続いた後、やや鈍化していくだろう。大手通信事業会社が昨年実施した携帯電話通話料の引き下げによるマイナス寄与は、既にその約3分の2が剥落しているが、今年の秋頃には残りの部分が

図表9. 消費者物価指数の推移



剥落することで 0.6 ポイント程度、コア CPI を押し上げると見込まれる。一方、3 月に一時 130 ドル台をつけた原油価格（WTI）はその後、世界経済の減速懸念などを背景に 90 ドル程度まで軟化しており、今後もエネルギー価格によるプラス寄与は縮小していくだろう。また、中国の上海市のロックダウン解除などで世界的な物流混乱が改善しつつあるなか、半導体在庫も一部で増加しているとの報道もある。異常気象やウクライナ情勢など食料品については供給面での懸念材料は多いが、その他の財については一般に、品不足による価格上昇圧力が緩和に向かうとみられる。

2022 年度のコア CPI の予測は前年比+2.2%と前回 5 月予測から 0.2 ポイント上方修正し、2023 年度は同+1.7%と前回から 0.3 ポイント上方修正とした。

金融政策について、日銀は 7 月の決定会合でも 10 年国債金利を 0.25% 以下に抑制する姿勢を堅持し、金融緩和継続をあらためて示した。また、黒田総裁は持続的な物価上昇には賃金の上昇が重要であるとの認識も示した。先に述べた通り、年末にかけて物価上昇率は 2% を超える水準で推移するとみられるが、日銀はその持続性への懸念を理由に当面、現行の金融政策を維持するだろう。もっとも、金融市場においては、2023 年 4 月の黒田日銀総裁任期満了が近づくにつれ、日銀の金融政策の変更への思惑が高まる可能性に留意する必要があるだろう。

図表10. デフレーター伸び率(2015暦年連鎖価格)

(前年比、%)

	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度
国内総支出	▲ 0.1	0.8	0.7	▲ 1.0	0.7	1.7
民間最終消費	0.5	0.6	▲ 0.0	▲ 0.2	2.5	1.4
民間住宅投資	1.6	1.6	0.5	7.3	6.4	1.8
民間設備投資	0.9	0.4	▲ 0.5	2.5	3.5	1.5
政府最終消費	0.2	0.4	▲ 0.8	1.1	0.8	0.5
公的固定資本形成	1.7	1.5	0.4	3.5	2.8	1.5
財貨・サービスの輸出	0.5	▲ 3.2	▲ 2.0	9.3	13.0	0.3
財貨・サービスの輸入	4.5	▲ 4.4	▲ 7.4	21.6	20.4	▲ 1.4

予測

図表11. 需要項目別の寄与度

(%)

	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度
実質国内総支出	0.3	▲ 0.9	▲ 4.5	2.3	1.7	0.4
民間需要	0.2	▲ 0.9	▲ 4.7	1.6	1.9	0.2
民間最終消費	0.0	▲ 0.6	▲ 3.0	1.4	1.6	0.1
民間住宅投資	▲ 0.2	0.1	▲ 0.3	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.1
民間設備投資	0.3	▲ 0.3	▲ 1.3	0.1	0.4	0.3
公的需要	0.3	0.5	0.8	0.0	0.1	0.1
政府最終消費	0.2	0.4	0.5	0.4	0.3	0.0
公的固定資本形成	0.0	0.1	0.3	▲ 0.4	▲ 0.1	0.1
財貨・サービスの純輸出	▲ 0.2	▲ 0.4	▲ 0.6	0.8	▲ 0.3	0.1
財貨・サービスの輸出	0.4	▲ 0.4	▲ 1.7	2.0	1.2	0.6
財貨・サービスの輸入	▲ 0.5	▲ 0.0	1.1	▲ 1.2	▲ 1.5	▲ 0.5

予測

注1. 四捨五入の関係上、内数の合計は必ずしも合計項目に一致しない

◇海外経済の現状と見通し

【米国経済】

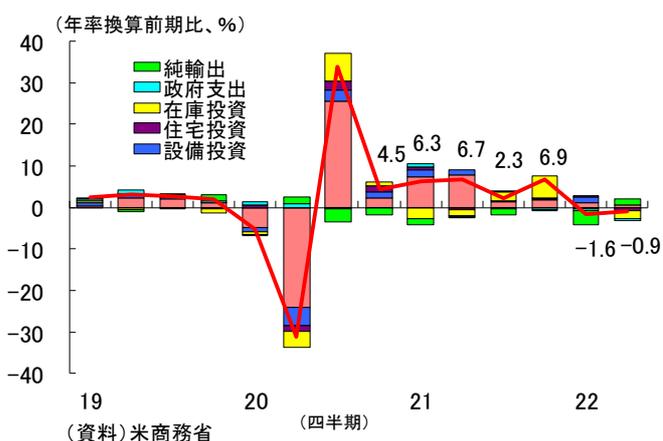
米国経済は、在庫投資の減少を主因に足踏みとなった。2022年4～6月期の米国の実質GDP成長率は前期比年率▲0.9%となり、2四半期連続のマイナス成長となった（図表12）。高インフレによってFRB（米連邦準備委員会）が大幅利上げに踏み切ったことで、今後の成長鈍化を警戒した企業の在庫削減に加え、金利上昇に敏感な住宅投資と設備投資が減少したことがマイナス成長の要因となった。

需要項目別にみると、個人消費は前期比年率1.0%増と、8四半期連続の増加となったが、前期の同1.8%増から伸び率が縮小した。サービス消費は同4.1%増と、8四半期連続の増加かつ前期の同3.0%増から拡大した。非農業部門雇用者数はこのところ毎月40万人前後の堅調な増加となっており、4

～6月期の雇用コスト指数（職種・業種の構成変動による影響を除外し、賃金のほか付加給付も加算した指数）は前年比5.0%増と、前期の同4.5%増から拡大しており、人手不足による賃金上昇の動きが続いている。賃金上昇やコロナ対応の制限緩和がサービス消費を支える一方、財消費は同4.4%減と、2四半期連続の減少かつ前期の同0.3%減から減少幅が拡大した。高インフレの影響により、ガソリンや食品などへの支出が減少したことで非耐久消費財が同5.5%減となったほか、耐久財も同2.6%減となった。住宅投資は同14.0%減と、3四半期ぶりの減少となった。FRBの利上げによって住宅ローン金利が上昇したことで、住宅投資は大きく落ち込んだ。設備投資は同0.1%減と、8四半期ぶりの小幅減となったが、1～3月期が同10.0%増と高い伸びだったこともあり、高水準を維持している。建物や情報処理機器などの固定資産投資が減少した一方で、ソフトウェアなどの無形固定資産投資の増加が続いた。在庫投資は、FRBの利上げによる今後の成長鈍化を警戒し、企業が昨年末にかけて積み増した在庫を削減したことなどが影響し、▲2.01ポイントの寄与となった。輸出は供給制約の緩和もあって同18.0%増と2四半期ぶりに増加し、輸入は同3.1%増となり、純輸出の寄与度は+1.43ポイントとなった。

今後はプラス成長に復すると見込むが、7～9月期は年率+1.5%、10～12月期は+1.3%と、1%程度の低い伸びが続くと予測する。雇用・所得環境が当面底堅く推移する一方で、高インフレとFRBの利上げによる借入金利上昇で個人消費の増加ペースは鈍化するだろう。また、借入金利の上昇は住宅投資や設備投資も抑制するだろう。小売などの一部業種で人員削減の動きもみられているが、求人数は依然高水準であり、労働参加率はコロナ前を下回り、人手不足感も強く、賃金上昇が続いている。雇用・所得環境の改善が続くことで、個人消費は底堅く推移するだろう。ただし、高インフレによる消費手控えに加え、FRBの利上げによる借入金利上昇によって、今後は徐々に消費者信用での購入が抑制され、個人消費の増加ペースは緩やかになるだろう。ロ

図表12. 米国実質GDP成長率の推移



シアのウクライナ侵攻の長期化もあり、資源価格や小麦などの食料価格が高騰しており、CPIは前年比8%台の高い伸び率となっている。供給制約の影響により高騰がみられた中古車などの価格は落ち着きがみられているが、サービス消費が堅調なことや住宅価格上昇を受け、家賃などのサービス価格は上昇が続き、コアCPIの伸び率は5%台で高止まりしている。高いインフレ率を抑制するため、FRBは大幅な利上げを行っており、足元のFRB高官発言を踏まえると、今後も利上げは続く見込みである。住宅投資は、利上げによる住宅ローン金利上昇によって、住宅販売は新築・中古ともに既に大きく減少しており、新規着工許可件数も減少に転じている。今後も利上げが続くことにより、住宅投資は弱い動きが続くだろう。設備投資は、利上げによる借入金利上昇によって、今後の増加ペースは緩やかになるだろう。なお、脱炭素に向けた投資や、雇用コストの高止まりを設備投資で代替する動きは設備投資の支えとなるだろう。輸出は、中国の上海市などの大都市を中心としたロックダウンの解除によって供給制約が幾分和らぐことは増加要因となるが、高インフレを受けたユーロ圏の成長ペース鈍化や、ゼロコロナ政策や不動産問題による中国の成長ペース鈍化もあって、緩やかな増加にとどまるだろう。また、供給制約回避や安全保障上の理由により、グローバル貿易が縮小することで、輸出が押し下げられる可能性もあるだろう。借入金利上昇によって個人消費や設備投資が減速することで、輸入は緩やかな増加から次第に頭打ち傾向となるだろう。そのため、純輸出は小幅なプラス寄与から中立程度の推移となるだろう。このように、FRBの利上げが徐々に成長ペースを鈍化させると見込む。

なお、2022年4~6月期の実質GDP成長率の実績値は、在庫投資や住宅投資を中心に当社の前回予測を下回り、また、インフレ率は当社の前回予測を上回って推移している。高インフレを抑制するため、前回予測以上にFRBが利上げを行い、成長ペースがより鈍化するとの見通しから、2022年の実質GDP成長率の予測は前年比+1.6%と前回予測から1.1ポイント下方修正し、2023年は同+1.0%と1.2ポイント下方修正した水準を予測している。

金融政策について、FRBは、6月15日の会合で0.75%の利上げを行った。7月27日の会合でも2会合連続で0.75%の大幅利上げを行い、3月以降の利上げ幅の合計は2.25%に達し、7月末時点でFF金利の誘導レンジの上限は2.50%となった。2022年6月から始まったバランスシートの縮小は、6~8月は月間475億ドル、9月以降は950億ドルの償還再投資を抑制する形で行われ、利上げだけでなく量的な金融引き締めも続く見通しである。当社では、今後もFRBによる利上げの継続を見込み、2022年に計3.50%（9月0.5ポイント、11月0.5ポイント、12月0.25ポイント）、2023年に計0.25%（1月0.25ポイント）の利上げを想定している。その結果、米国の消費者物価指数は、2022年末で前年比+7.1%、2023年末で同+2.4%程度を想定している。

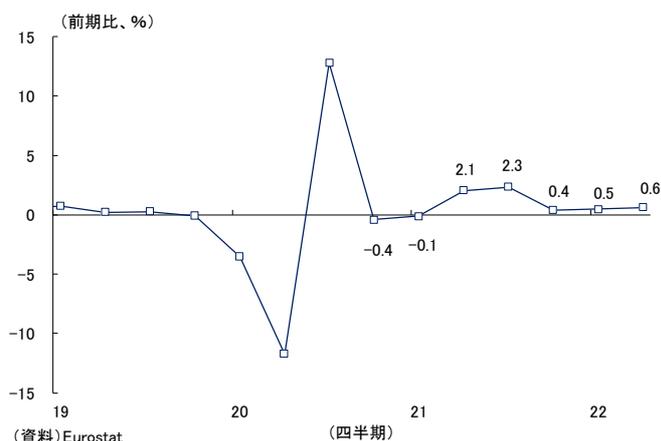
【欧州経済】

欧州経済は、緩やかに持ち直している。2022年4～6月期のユーロ圏の実質GDP成長率は前期比+0.6%（年率換算+2.5%）と、前期の同+0.5%から伸び率が小幅に拡大し、5四半期連続のプラス成長となった（図表13）。個人消費は、資源価格の高騰により電気代などが高騰したことが下押し要因となった一方、制限措置の緩和や雇用・所得環境の改善が下支え要因となった。雇用・所得環境をみると、6月のユーロ圏の失業率は1998年4月の統計開始後の最低水準である6.6%まで低下している。賃金についても、物価上昇率には及ばないものの、1～3月期のユーロ圏の妥結賃金が前年比2.84%増となるなど、賃金は上昇傾向にある。一方、ウクライナ情勢を巡る不透明感などで企業の景況感は悪化し、生産や設備投資は伸び悩んでいる。また、中国経済減速によって中国向けを中心に輸出も伸び悩んでいる。主要国の成長率をみると、エネルギーのロシアへの依存度が高いドイツが前期比0.0%（前期：同+0.8%）と伸び悩んだ一方、フランスが同+0.5%（前期：同▲0.2%）、イタリアが同+1.0%（前期：同+0.1%）、スペインが同+1.1%（前期：同+0.2%）となった。

今後は、成長ペースが更に鈍化するだろう。高インフレによる購買力低下と、ECBの利上げによる借入金利上昇が個人消費を抑制するだろう。また、借入金利の上昇は設備投資も抑制するだろう。中国景気減速の影響によって輸出も伸び悩むだろう。コロナ対応の制限緩和による対面型サービスなどへの支出増加が期待される一方、ユーロ圏の7月の消費者物価指数は前年比8.9%と、賃金の伸びを大きく上回る高い伸びとなっており、高インフレが個人消費を圧迫するだろう。また、高インフレを受けてECBは7月に0.5%の利上げを行った。今後もECBは利上げを行う見込みであり、利上げによる借入金利上昇は個人消費を抑制するだろう。設備投資は、利上げによる借入金利上昇や、ウクライナ情勢をめぐる不透明感で企業景況感の改善が遅れることなどで抑制されていくだろう。なお、脱炭素に向けた投資は設備投資の下支えとなる可能性があるだろう。輸出は、中国経済が減速傾向にあることを受け、中国向け中心に伸び悩むだろう。財政支出は、欧州委員会による復興基金の総額7,500億ユーロの7割が2021・2022年に拠出される見込みであるため、景気の下支えとなるだろう。

ECBは、高インフレを抑制するため、金融引締めに踏み切っている。2022年7月1日に資産純購入を終了し、7月21日の会合で0.5%の利上げを行った。今後も利上げが行われるとみるが、ユーロ圏各国の回復度合いは区々であり、米国のような大幅利上げを行うことは難しいだろう。また、ユーロ圏は天然ガスなどのエネルギーの多くをロシアに依存しており、エネルギーからの脱ロシアの動きが進めば、冬場の需要期にかけて天然ガスなどの需給が更にひっ迫し、エネルギー価格の高騰が続く可能性が高いだろう。その場合、インフレの高止まりや一段の上昇に繋がる可能性もあり、ECBは急速な引き締めを強いられ、スタグフレーションに陥るリスクもあるだろう。

図表13. ユーロ圏実質GDP成長率の推移



(資料)Eurostat

【中国経済】

中国経済は、成長ペースが急速に鈍化している。中国の2022年4～6月期の実質GDP成長率は前年比+0.4%と、1～3月期の同+4.8%から急減速した(図表14)。前期比ベースでは▲2.6% (前期同+1.4%) と、2020年1～3月期以来のマイナス成長となった。1～6月期の小売売上高は前年比0.7%減と、1～3月期の同3.3%増から減速した。1～6月期の固定資産投資は、同6.1%増と、消費減少による景気減速を支えたが、1～3月期の同9.3%増からは鈍化した。新型コロナウイルスの感染拡大地域で厳格な移動制限を課すゼロコロナ政策により、上海市などの大都市でロックダウンが行われ、個人消費が減少したことが成長率鈍化の主因となった。

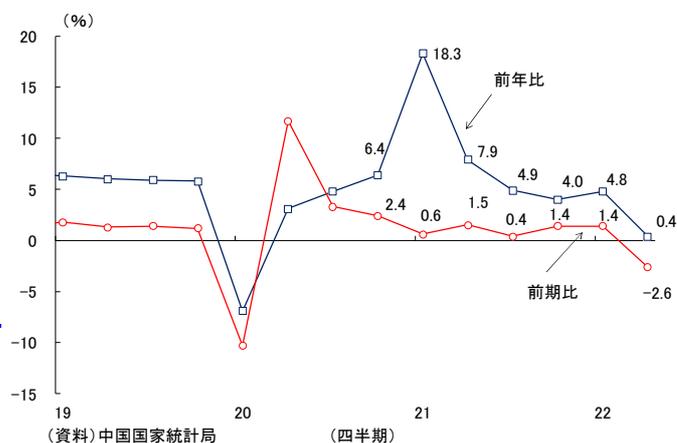
今後も、緩やかな成長ペースにとどまるだろう。今秋は5年に一度の共産党大会があり、経験則からは党大会の年には景気が上向く傾向がある。しかし、7月末に行われた共産党の幹部会議では、

5.5%の成長率目標達成を目指すのではなく、最善の結果を目指す方針に変更され、事実上成長率目標達成は棚上げとなり、低い成長率が容認される見通しである。一方、ゼロコロナ政策を維持する方針は変更されていない。個人消費は、上海市などの大都市におけるロックダウンが緩和されたため、幾分持ち直しが期待されるが、足元でも感染者が増加した地域ではロックダウンが行われるなど、ゼロコロナ政策は維持されており、大幅な増加は期待しにくいだろう。住宅投資は、ロックダウンで社会活動が停止したことによる失業者数増加もあって個人の住宅購入意欲は低く、また、政府が不動産市場の再過熱に警戒を解くとは考えにくいため、急回復は期待できないだろう。足元では、不動産開発業者の資金ショートによって開発が止まり、個人の住宅ローン支払い拒否が社会問題となるなど、不動産市場の不透明感は強い。輸出は、米国景気は相対的に堅調に推移すると見込まれるため、米国向け輸出を中心に底堅く推移するだろう。輸出が底堅く推移する一方、輸入は内需の低迷を反映して伸び悩み、純輸出は景気を下支えする可能性があるだろう。ゼロコロナ政策の解除は見通せず、同政策による需要減少と不動産市場の低迷によって景気の減速感が強まるだろう。

景気の減速感が強まるなか、中国人民銀行は慎重な舵取りを行っている。米国が大幅な利上げに踏み切るなかで中国が利下げを行った場合、米中金利差の拡大によって為替レートが元安に推移し、輸入物価を押し上げるリスクがあるため、中国人民銀行は小幅な貸出金利の引き下げなどの実施にとどめている。内需が弱いため、今後も景気下支えのために緩和的な金融政策スタンスを維持するとみるが、利下げが行われるとしても小幅にとどまり、金融緩和よりは財政支援が行われる可能性が高いだろう。

四半期ごとの成長率は2022年4～6月期を底として、緩慢ながら持ち直す見込み、2022年の実質GDP成長率予測は前年比+3.4% (前回5月予測：同+5.0%)、2023年は同+5.0% (前回5月予測：同+5.0%)と予測した。

図表14. 中国実質GDP成長率の推移



以上