

2022～23年度の内外経済見通し

主席研究員 木下 茂

目次

- | | |
|-----------|---------|
| 1. 世界経済 | 4. 中国経済 |
| 2. 米国経済 | 5. 日本経済 |
| 3. ユーロ圏経済 | |

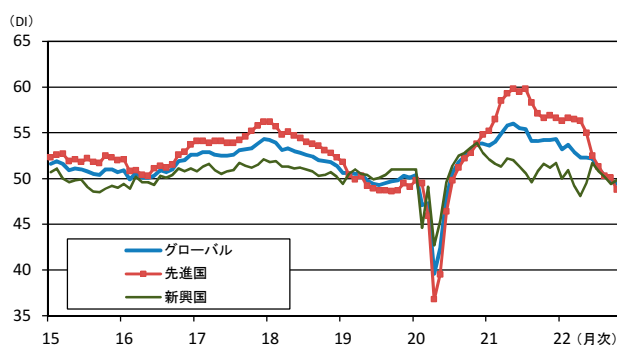
1. 世界経済

世界経済は春先以降勢いが弱まり、ここにかけては減速傾向を強めているとみられる。世界の企業景況感の動きをみると、21年末あたりまでは横ばい圏内で推移してきたが、22年年央にかけて先進国の景況感が大きく低下し、直近10月分は新興国も含め全体で拡大・収縮の分かれ目となる50ポイント水準を割り込んでいる（図表1）。また、生産・貿易面の実際のデータをみると、特に生産活動は22年に入り頭打ちとなっていることがわかる（図表2）。ここで主要先進国の7～9月期の実質GDP成長率をみると、米国は前期比年率+2.6%となり、前期と前々期のマイナス成長から脱する一方、ユーロ圏は同+0.7%と前期の同+3.3%から大きく低下した。日本については、消費中心に支出活動がやや委縮したこともあり、同-1.2%とマイナス成長となった。

この間アジア諸国についてみると、中国は前期のロックダウンによる停滞から持ち直して前年比+3.9%と高めの成長率を実現した。NIES、ASEAN諸国も中国の経済活動再開の影響から底堅く推移した（図表3）。

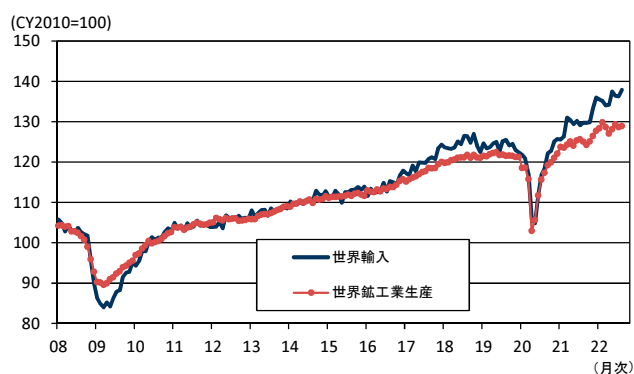
先行きについては、世界的なインフレ率の高まりに対処するため各国の中央銀行が強固な金融引き締めスタンスを維持しており、今後この影響が出てくるとみられること、ロシアのウクライナ侵攻を背景とした世界的な

（図表1）世界の企業景況感の推移（製造業PMI、季調値）



（注）リフィニティブのデータより作成

（図表2）世界輸入、鉱工業生産の推移（季調値）



（注）オランダ経済分析局のデータより作成

原材料価格上昇の影響が残ること、などから当面の世界経済は減速を続けるとみている。また、21年中は堅調に推移していた半導体需要がパソコン・スマホなどの世界的需要一巡

からここきて減速の度を強めていることも世界経済の下押し要因となろう（図表4）。

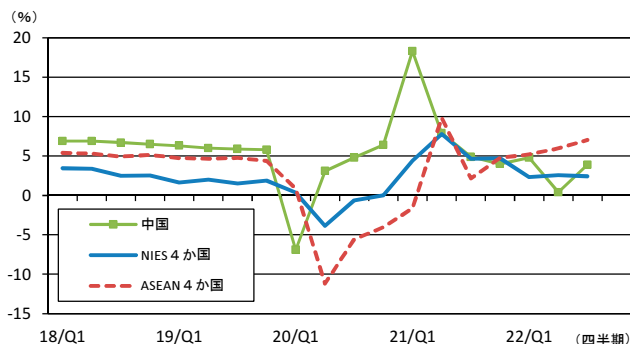
2. 米国経済

(1) 上院で民主が過半数を維持

今後2年間の米国政治情勢を見通す上で重要なイベントであった中間選挙が終了した。本稿執筆時点では、下院における議席数は共和党が218であるのに対し民主党は212と共和党が過半数を獲得する一方、上院では民主党が多数派を維持した。過去の例では、中間選挙で政権与党が議席を減らす傾向があること、バイデン大統領の支持率が低迷していること、などを背景に、事前予想では下院で共和党が比較的大きな差をつけて過半数を奪還、接戦とされた上院でも共和党有利との見方が大勢であった。しかし、実際には下院での共和党のリードは事前予想ほどには大きくならなかった一方、上院ではいわゆる「激戦州」のうち、アリゾナ、ネバダ、ニューハンプシャー、ペンシルベニアで民主党が勝利し、50の現有議席数を維持した（議長であるハリス副大統領の票を合わせれば事実上の過半数維持）。なお、ジョージア州では民主・共和両党の候補がいずれも当選に必要な票数を獲得できなかったため、12月6日に決選投票が行われる予定である。

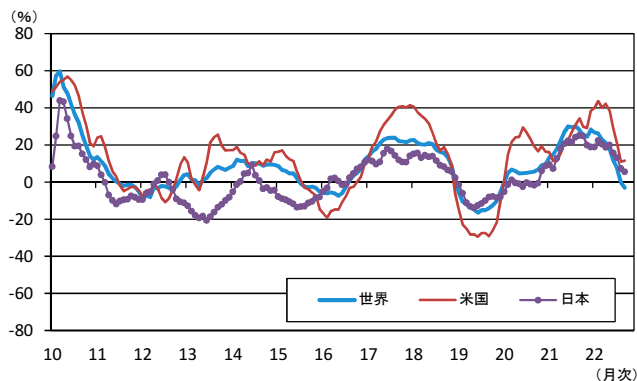
上院の過半数を維持したこと、下院においても「大敗」は回避したことなどから、差し当たりバイデン大統領は求心力を維持したということになるのだろう。もっとも、閣僚の人事権などを握る上院で多数派を維持したことは民主党にとって朗報であろうが、下院との「ねじれ」が生じるという点は変わらない。過去2年間に於いても、民主党内の足並みの乱れからバイデン大統領がもともと掲げていた公約がそのままの形では実現できていないという結果となっているが、後半2年間も下

（図表3）アジア主要国・地域の実質GDP成長率推移（前年比）



（注1）アジアNIES 4 各国、ASEAN 4 各国については各国成長率を15年のドルベース名目GDPウェイトで加重平均して算出
（注2）リフィニティブのデータより作成

（図表4）半導体売上高の推移（前年比）



（注）リフィニティブのデータより作成

院共和党の協力が得られなければ政策面での停滞が目立つことになる点を覚悟しておくべきだろう。

(2) 7～9月期の成長率はプラスに転じる

直近7～9月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.6%と前期・前々期のマイナス成長を脱却した。需要項目別内訳をみると、個人消費が+1.4%と前期の同+2.0%から鈍化、住宅投資も同-26.4%と前期の同-17.8%から悪化した一方で、設備投資は同+3.7%と前期の同+0.1%から加速、輸出も同+14.4%と

前期の同+13.8%に続き堅調を維持した。また、輸入が同-6.9%と前期の同+2.2%から大きく落ち込んだことは、外需のマイナス寄与と縮小を通じて成長率押し上げ要因となった。もっとも、輸入の落ち込みは、個人消費の減速とも合わせて国内需要の鈍化を示しており、実態としては楽観視できるものではないとみられる。

この間、企業の景況感指数をみると、製造業については21年の年初、非製造業については21年秋をピークとして低下傾向が続いている。22年夏場以降は非製造業の景況感が底堅さをみせている一方で、製造業は直近にかけて低下傾向を強めているようだ（図表5）。

一方、雇用情勢は緩やかな改善が続いている。直近の雇用統計によれば、10月の非農業雇用者数は26.1万人増と前月の31.5万人からやや減速したものの底堅い一方、失業率は3.7%と前月の3.5%から上昇している。一方で賃金上昇率は9月が前年比5.0%、10月は同4.7%とやや鈍化しているように窺われる。

(3) 23年に景気後退期入りの見込み

今後の米国経済については、目先減速が続いた後、23年に入ると景気後退に陥ると予想している。ここで22年前半の動きを振り返ると、1～3月期、4～6月期は実質GDP成長率が2四半期連続でマイナスに陥り、いわゆる「テクニカルリセッション」と言われる状況となった。ただ、全米経済研究所（NEBR）が景気後退期入りの判定に用いる諸指標のうち、実質個人所得、雇用者数、実質個人消費、鉱工業生産は底堅く推移しており、少なくともこの時点では、米国景気は後退してはなかったとみられる。もっとも、今後については、これまでの金融引き締め効果、インフレ率の高まりによる実質購買力の悪化、ドル高・海外経済低迷による輸出の減少、などを受け

（図表5）米国景況感指数の推移



(注) リフィニティブのデータより作成

て米国景気は来年に入ると後退局面に入ると予想される。実質GDP成長率は22年に+1.8%となった後、23年は+0.3%まで大きく低下するものと予測している。

(4) インフレ率は目先高止まり

インフレ率は足元にかけても高い水準で推移している。直近10月のCPI前年比上昇率は、総合が+7.7%、食品とエネルギーを除くコアベースも+6.3%となった。22年中コア指数を大きく押し上げていた中古車の価格上昇はこのところ鈍化してきており、足元で目立っているのは住居費などのサービス価格である。今後については、エネルギー価格上昇の影響が一巡してくることに加え、FRBによる引き締めの効果から内需に下押し圧力がかかり、そのことがインフレ抑制につながると期待されるものの、23年年明けあたりまではインフレ率は高めの水準で推移していくものと予想される。消費者物価上昇率は22年の+8.1%の後、23年は4.9%まで鈍化するとみている。

3. ユーロ圏経済

(1) 7～9月期の成長率は鈍化

ユーロ圏の直近7～9月期の実質GDP成長率は前期比で+0.2%と前期の同+0.8%か

ら鈍化した。これは、前期4～6月期の個人消費や設備投資が1～3月期の停滞からの持ち直しにより嵩上げされていたことの反動という面に加え、インフレ率の上昇からくる家計の実質購買力悪化、ロシアによるウクライナ侵攻長期化によるエネルギー価格高騰などを通じた企業の先行きへの不安感の高まりなどが背景にあるとみられる。

(2) 年末から年明けにかけて景気後退局面へ

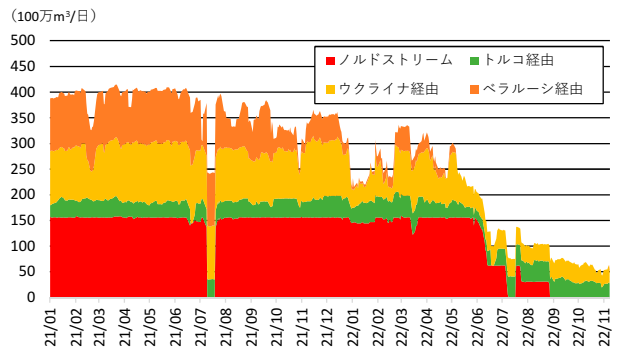
今後についてもユーロ圏経済は厳しい局面が続くと予想される。ECBは直近10月で10.7%を記録したインフレ率の高まりに対応する必要から米国FRB同様強めの金融引き締めスタンスを継続せざるを得ないとみられる。また、ロシアからのガス供給は大きく抑制されており(図表6)、産業・家計両部門で今冬の経済活動の下押し要因となるとみられる。既に企業景況感などサーベイデータは大きく落ち込んでおり(図表7)、ユーロ圏経済は今後短期間ながらマイナス成長に陥るなど景気後退局面に入るとみている。実質GDP成長率については22年に+3.2%になった後、23年は+0.1%になるものと予想する。

4. 中国経済

(1) 7～9月期の成長率は持ち直し

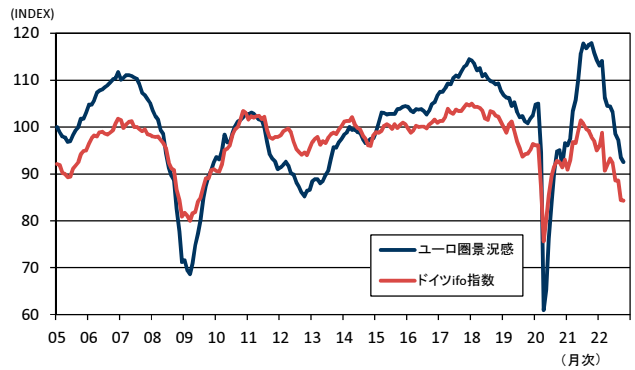
中国の実質GDP成長率は4～6月期にロックダウンの影響から前年比で+0.4%、前期比では-2.7%と落ち込んだものの、7～9月期はその反動もあり、前年比・前期比とも+3.9%と持ち直した。ただ、この間の月次統計をみると、個人消費、企業設備投資とも冴えない動きが続いている(図表8)ほか、企業の景況感指標も直近10月分まで製造業・サービス業とも低下が続いている(図表9)。

(図表6) ロシアの対欧州天然ガス供給量推移



(注) ブルームバーグのデータより作成 (日次)

(図表7) ユーロ圏とドイツの景況感指標の推移



(注) リフィニティブのデータより作成

(図表8) 中国主要経済指標の推移

(単位: 前年比%, 銀行融資増加額と貿易収支のみ実額)

	2022年					
	5月	6月	7月	8月	9月	10月
都市部固定資産投資(累計)	6.2	6.1	5.7	5.8	5.9	5.8
鉱工業生産	0.7	3.9	3.8	4.2	6.3	5.0
小売売上高	-6.7	3.1	2.7	5.4	2.5	-0.5
消費者物価	2.1	2.5	2.7	2.5	2.8	2.1
生産者物価	6.4	6.1	4.2	2.3	0.9	-1.3
マネーサプライ(M1)	4.6	5.8	6.7	6.1	6.4	5.8
マネーサプライ(M2)	11.1	11.4	12.0	12.2	12.1	11.8
銀行融資残高	11.0	11.2	11.0	10.9	11.2	11.1
銀行融資増加額(億元)	18,900	28,100	6,790	12,500	24,700	6,152
輸出	16.3	17.4	17.8	7.1	5.7	-0.4
輸入	3.9	0.7	2.1	0.3	0.3	-0.7
貿易収支(億ドル)	775.7	974.2	1014.4	793.5	847.4	851.5

(注) リフィニティブのデータより作成

(2) 目先緩やかな持ち直しが続く見込み

先行きを展望すると、中国人民銀行はこのところ景気下支えを企図して利下げを実施してきているほか、財政面でもインフラ投資増

額などのでこ入れが行われており、こうした政策効果から景気は緩やかに持ち直していく展開を予想している。一方で、「共同富裕」のスローガンを背景とした住宅価格高騰抑制策に端を発した不動産投資の落ち込みは足元大きくなっており(図表10)、この点今後も景気下押し要因となろう。

また、直近では再び新規感染者数が増加に転じているが(図表11)、今後も中国政府が「ゼロコロナ政策」に拘泥し続ける場合、感染再拡大のたびに経済活動が抑制されることになり、世界経済全体にとってリスク要因であり続けよう。

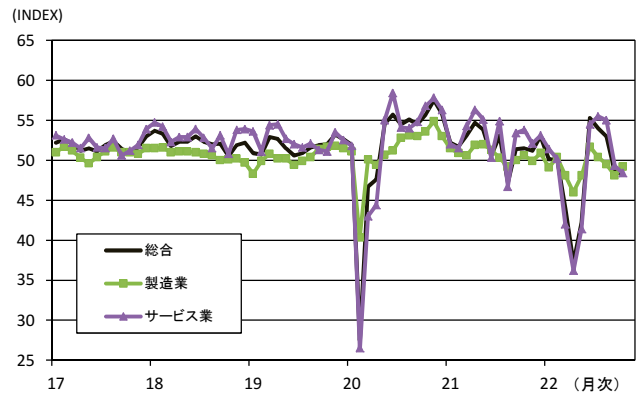
(3) 中期的な成長力は鈍化

さらに、中期的な視点からは10月16~22日に開催された共産党第20回党大会及びその後の第20期中央委員会第1回全体会議(1中全会)を経て決定された党人事も経済面での懸念材料として捉えられよう。

今回の党人事では習近平氏の党総書記3期目入りが確定するとともに、党最高指導部である政治局常務委員会委員(7名)も選出された。習氏を除く6名の常務委員は留任・新任とも習氏の側近の色彩が強い一方、留任期待もあつた李克強首相、汪洋全国政治協商会議主席が退任した。また、次期首相候補とも目されていた胡春華副首相は常務委員に選ばれず、党トップ24人の政治局員からも外れた。3氏は「共産主義青年団(共青团)」出身であり、習氏は党指導部から共青团勢力を排除して習「1強体制」確立を目指していたとされる。

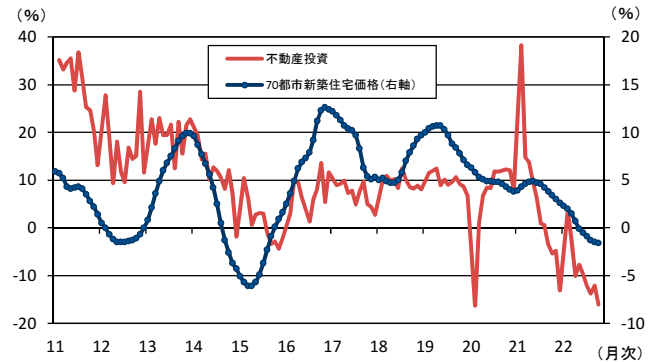
この結果、今後の中国は共産党による統制色を強めていく中で、「改革開放」路線から一段と遠ざかる一方、「台湾有事」のリスクも高まることになるとみられる。こうした状況を前提にすれば、海外企業は中国での事業展開に対して従来以上に慎重にならざるを得ま

(図表9) 中国の企業景況感の推移(財新/Markit)



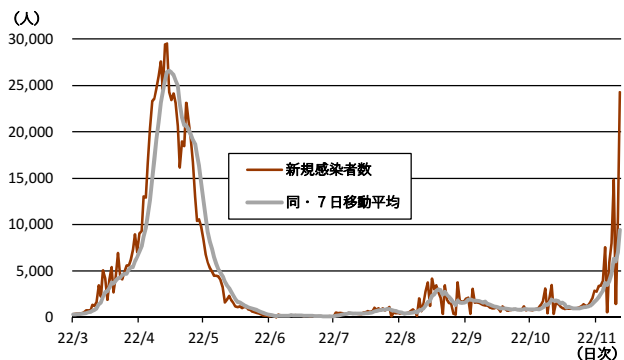
(注) リフィニティブのデータより作成

(図表10) 中国の不動産投資額と住宅価格の動向(前年比)



(注) リフィニティブのデータより作成

(図表11) 中国の新型コロナウイルス新規感染者の推移



(注) Our World in Dataのデータより作成

い。すでに米国などを中心に経済安全保障の観点から、国際的な供給網の見直しや技術流出防止を目的とした「囲い込み」の動きが広まりつつあるが、人口動態の変化とも相俟って今後中国の中期的な成長力下押しにつながっていく可能性が高いとみておくべきだろう。

5. 日本経済

(1) 持ち直しのペースは鈍化

国内景気は基調としては持ち直しの動きが続いているものの、直近ではそのペースが鈍っている。22年に入ってからの実質GDP成長率の動きを振り返ってみると、1～3月期は新型コロナウイルス新規感染者数の急増とこれを受けたまん延防止等重点措置実施の影響などから前期比+0.1%増とやや停滞したが、その後同措置の解除を受けて個人消費が増加したことなどから、4～6月期は同+1.1%となった。ただ、その後の直近7～9月期（1次速報値、11月15日公表）は同-0.3%とマイナス成長に転じた。

7～9月期の需要項目別内訳をみると（図表12）、個人消費が前期比+0.3%と前期から鈍化したほか、住宅投資も減少が続いた。企業設備投資は同+1.5%とやはり前期から鈍化したものの堅調に増加した。一方公的需要は、公共投資が同+1.2%と前期に続きプラスとなった。外需については、輸出が同+1.9%と前期に続き増加となる一方、輸入が同+5.2%と高い伸びを示したことから、純輸出の寄与度は-0.7%となった。このように7～9月期はマイナス成長となったが、主因が輸入の急増による外需のマイナス寄与であること、消費は前期比プラスを維持したほか企業設備投資も堅調な増加ぶりをみせるなど国内需要は全体としては底堅さを示したこと、などから内容としてはそれほど悪いものではなかったとの評価も可能であろう。なお、世界的な

（図表12）実質GDPの推移

	2021年		2022年		
	7～9月	10～12月	1～3月	4～6月	7～9月
実質GDP	-0.6	1.0	0.1	1.1	-0.3
[年率換算]	[-2.5]	[4.1]	[0.2]	[4.6]	[-1.2]
民間最終消費	-1.0	2.5	0.3	1.2	0.3
民間住宅	-1.8	-1.4	-1.3	-1.9	-0.4
民間企業設備	-2.3	0.3	-0.1	2.4	1.5
民間在庫変動	(0.2)	(0.0)	(0.5)	(-0.2)	(-0.1)
政府最終消費	1.2	-0.3	0.4	0.8	0.0
公共投資	-3.6	-3.7	-3.0	1.0	1.2
純輸出	(0.1)	(0.0)	(-0.5)	(0.2)	(-0.7)
輸出	-0.6	0.6	1.1	1.8	1.9
輸入	-1.3	0.7	3.6	0.8	5.2

（注1）民間在庫変動、純輸出は寄与度
（注2）内閣府のデータより作成

原材料価格上昇を受けた交易条件の悪化から国内主体の実質購買力を示す実質GDI（国内総所得）は減少傾向で推移している。

この間の企業の生産活動を振り返ると、直近9月分の鉱工業生産は、輸送機械が前月比10.3%減となったこともあり、全体では同1.7%減となった。もっとも、7～9月期としては前期比5.9%増と大幅増産であった。目先の企業の生産計画について生産予測指数をみると、10月が前月比0.4%減、11月が同0.8%増となっており、単純計算では10～12月期は前期比横ばいとなる見込みである。ただ、このところ輸送機械工業の生産動向に大きく影響を受ける場面が多くなっているが、依然として一部の部材についての調達難は長期化の可能性があり、生産活動全体の先行きについても不安が残る状況といえよう。

(2) 実質GDP成長率は22年度+1.7%、23年度+1.0%の見通し

夏場の感染「第7波」については、政府が特段の行動制限措置などを実施しなかったこともあり、コロナ禍以降各地で休止を余儀なくされていた定例イベント等が再開されるなど社会経済活動の正常化の動きが継続した。このため、7～9月期の成長率は高めのもの

となるとみていたが、やはり「第7波」は一定の成長率押し下げ要因になったといえよう。

この間、世界経済全体としては、景気下押し要因が一段と強まっているように見受けられる。すなわち①ウクライナ戦争長期化を背景とした原材料価格の上昇と世界的なインフレ圧力の強まり、②これらを受けた各国の金融引き締めの影響、である。特に、②については主要国の中央銀行がインフレ抑制のため過去と比較しても速いペースで政策金利引き上げに動いていること、今後についても景気を多少犠牲にしてもインフレ抑制重視のスタンスを堅持する旨、8月の「ジャクソンホール会議」でパウエルFRB議長が表明したことなどは重要であろう。

こうした中、政府は10月28日、「物価高克服・経済再生実現のための総合経済対策」を閣議決定した。内容としては、短期的な物価高への対応策に加えて、円安を活かしたインバウンド需要の復活や輸出拡大、中長期的な政策としての「人への投資」強化などを含む幅広いものとなっている。

政府の発表によれば対策の事業規模総額は71.6兆円だが、このうち財政支出分は39.0兆円にとどまる。また、ここから「財政投融资」や地方の歳出を除いた「国費」分は35.6兆円、さらにこのうち令和4年度の第2次補正予算で一般会計に計上されるのは29.1兆円である。ここから予備費として計上されている4.7兆円を差し引いた24.4兆円が大雑把な規模感ということになる。なお、内容面では中長期的な施策も含んでおり、これらを補正予算に計上する是非については議論が残るところであろう。

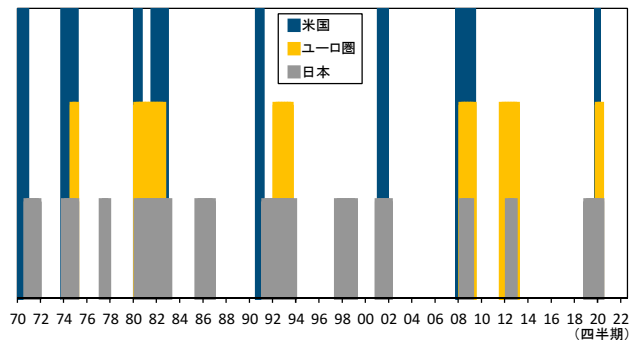
さて、今後については、入国規制の緩和、全国旅行支援など需要刺激策の効果もあり、国内的には社会経済活動の正常化の継続が引き続き景気を支える要因として期待できる。

(図表13) 日本経済見通し総括表

	21年度 (実績)	22年度 (予測)	23年度 (予測)
実質 GDP	2.3	1.7	1.0
個人消費	2.6	2.6	1.7
住宅投資	-1.7	-4.8	-6.1
設備投資	0.6	3.3	-1.5
政府消費	2.0	1.3	0.9
公共投資	-7.5	-2.9	0.5
輸出	12.5	5.4	3.4
輸入	7.2	8.1	2.1
名目 GDP	1.3	1.7	2.2
GDPデフレーター	-1.0	0.0	1.1
生鮮除く消費者物価	0.1	2.7	2.4
国内企業物価	7.1	8.3	1.1
名目雇用者報酬	1.8	2.3	3.2
鉱工業生産	5.9	1.8	2.5
完全失業率	2.8	2.6	2.5
新設住宅着工戸数	86.6	85.7	80.2
経常収支	20.3	7.0	7.4
米国 GDP	5.9	1.8	0.3
ユーロ圏 GDP	5.3	3.2	0.1
中国 GDP	8.1	3.5	4.4
原油輸入価格	77	108	100

- (注1) 失業率は%、住宅着工は万戸、経常収支は兆円、原油価格はドル/バレル、その他は前年比%で表示
- (注2) 米国、ユーロ圏、中国は暦年
- (注3) INDB、リフィニティブその他各種資料より作成

(図表14) 米国、ユーロ圏、日本の景気後退期



- (注) NBER、CEPR、内閣府の資料より作成

一方で、世界経済全体としては23年にかけて成長率は鈍化を余儀なくされるとみられ、このことが日本経済にとっては輸出と製造業の収益・設備投資減速などを通じて景気の下押し圧力になってくるとみられる。この点から、

今後の景気展開については慎重にみておくべきだろう。実質GDP成長率については今年度が+1.7%となった後、来年度は+1.0%まで鈍化するものと予測する（図表13）。

なお、現時点では今冬から23年前半にかけてユーロ圏、米国ともマイナス成長に陥るなど景気後退期に入るとみている。そうした中で日本経済については社会経済活動の正常化が進むことを背景として相対的に底堅く推移する姿を想定しているが、過去において米国と欧州が景気後退に陥った場合、日本の景気も落ち込んでおり（図表14）、その点から今回も景気後退入りのリスクと隣り合わせの局面が続くということになるだろう。以下では国内経済につき、主な項目ごとに概観する。

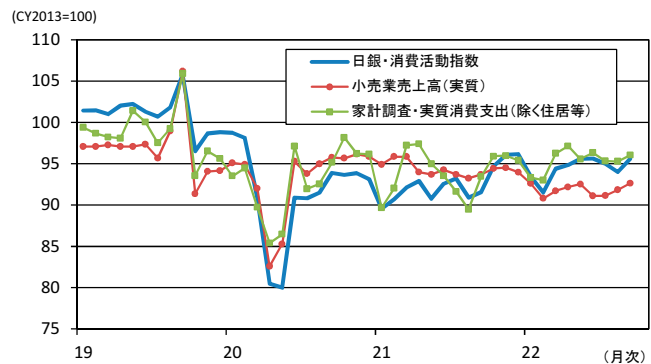
(3) 実質購買力の悪化が消費の下押しに

7～9月期の実質個人消費は前期比0.3%増と前期の同0.2%増から大きく鈍化した。形態別内訳をみると耐久財の同3.5%減が目立っており、スマートフォンや家電等の値上がりが重しになったとみられる。

このところの消費の動きを月次統計によりみると、22年1月のまん延防止等重点措置実施を反映して2月に急減した後は増加に転じていたが、足元はやや頭打ち気味の動きとなっている。総合指標として日銀・消費活動指数に注目すると、7・8月は前月比で低下しており、やはり「第7波」が一定の抑制要因となったもようである（図表15）。もっとも、21年からエネルギー価格の上昇が続いているほか、22年度入り後は食料品の値上げが相次いでおり、このような消費者の目につきやすい生活必需品の価格上昇が消費者マインドを悪化させているとみられる（図表16）ことからすれば、最近の消費推移はむしろ底堅いとみることもできよう。

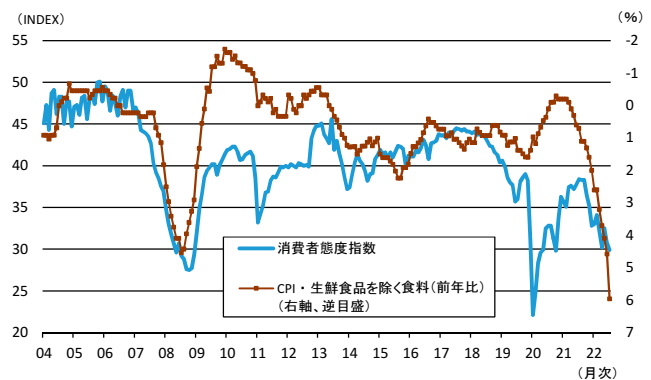
今後については、年度後半も続く食料品の

(図表15) 消費指標の推移（季調値）



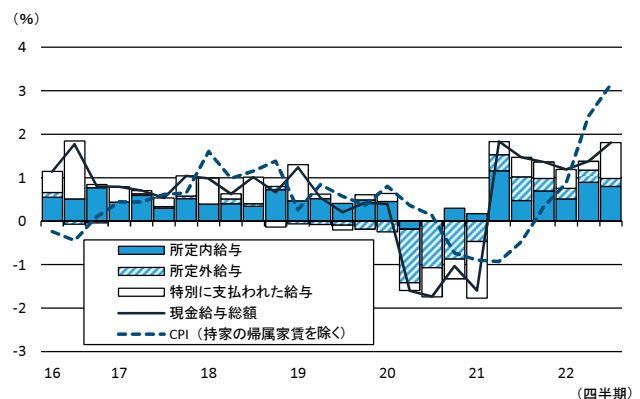
(注) 日本銀行、経産省、総務省のデータより作成

(図表16) 消費者マインドとインフレ率の推移



(注1) 消費者態度指数は二人以上の世帯、季節調整値
(注2) CPIは消費税率引き上げの影響を除いている
(注3) 内閣府、総務省のデータより作成

(図表17) 賃金と物価の推移（前年比）



(注1) 賃金は共通事業所ベース
(注2) 各四半期は、賞与支給時期変動の影響を回避するため3～5月、6～8月、9～11月、12～2月としている
(注3) 厚生労働省、総務省のデータより作成

値上がりは消費の重石となろう。大企業中心に夏季賞与が前年比増加となったこと、今冬の賞与も好調な企業業績を反映して増加が期待できることは好材料であるが、やはり足元の賃金上昇率が直近の物価上昇率に追いついておらず、消費者の購買力は悪化を余儀なくされている(図表17)。コロナ禍対策として政府から支給された給付金の使い残しが家計全体でみればかなりの額に上っている(いわゆる「過剰貯蓄」、図表18)ことが、一定の消費下支え要因になると期待できるものの、やはりこのところのインフレ率の高まりは、消費者心理の悪化とも相俟って目先の消費下押し要因となってこよう。

23年度に入れば、良好な雇用情勢を反映して一段の賃上げが期待できること、インフレ率も鈍化してくると予想されることなどから、実質購買力の悪化は一巡するため、消費も徐々に持ち直してくるものと予想される。

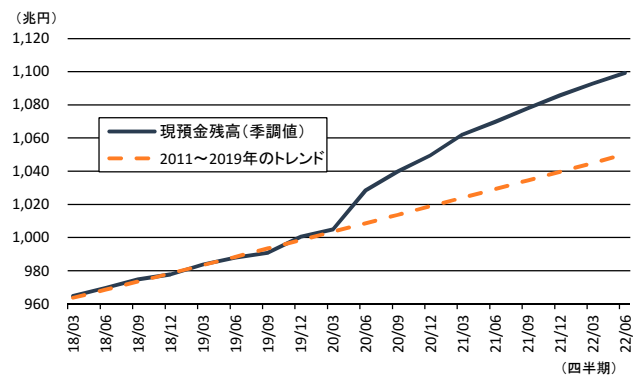
(4) 設備投資は23年度にかけて鈍化

7～9月期の実質民間設備投資は前期比1.5%増となった。前期の同2.4%増からは鈍化したものの堅調な増加ぶりといえよう。このところの企業収益の改善などが寄与したとみられる。内容面では、脱炭素、デジタル化・省力化関連投資需要が押し上げ要因になっていると考えられる。

直近の政府による企業の設備投資計画調査によれば、22年度は前年度比16.2%増(全産業・全規模)となっており、企業の前向きな投資スタンスが窺われる(図表19)。この間、機械受注などの先行指標も基調としては持ち直しの動きが続いている(図表20)。

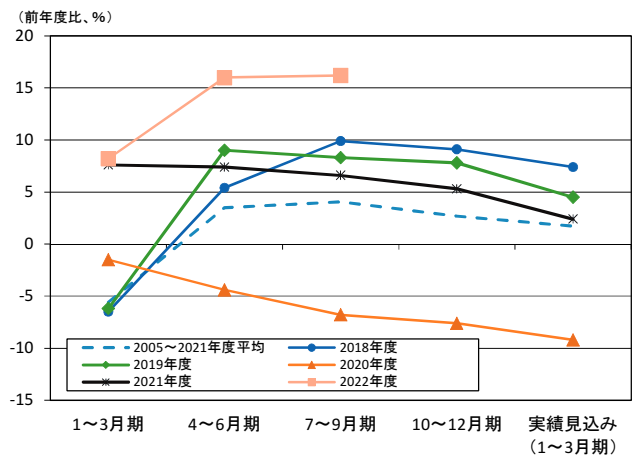
今後については、DX関連投資や脱炭素関連投資などが当面の支えとなることが期待できるものの、一方で上述したように、世界経済全体としては23年にかけて減速傾向を辿る

(図表18) 家計の保有する現預金の推移



(注) 日本銀行のデータより作成

(図表19) 企業の設備投資計画(調査回ごとの年度別推移)



(注1) 全産業・全規模

(注2) 「ソフトウェア投資額を含む、土地購入額を除く」ベース

(注3) 財務省・内閣府「法人企業景気予測調査」のデータより作成

ものと予想されることから、海外需要の鈍化が製造業の収益下押しにつながるという経路を通じて、設備投資全体にもマイナスの影響が出てくるとみておくべきだろう。

(5) 公共投資は目先景気の下支えに

7～9月期の実質公共投資は前期比1.2%増と前期の同1.0%増に続き増加した。21年度補正予算による追加分が進捗したとみられ

る。公共投資は21年1～3月期から今年1～3月期まで5四半期連続で減少が続いてきたが、これについては東日本大震災の復興関連工事が一巡した影響が大きかったとみられる(図表21)。もっとも、直近の関連月次統計をみると、21年度補正予算の効果から増加していることがわかる(図表22)。今後についても引き続き補正予算の効果が顕在化してくるとみられること、今般策定された22年度第2次補正予算における公共事業追加(1.8兆円)の効果も期待できることから、目先公共投資は景気の下支え要因となろう。

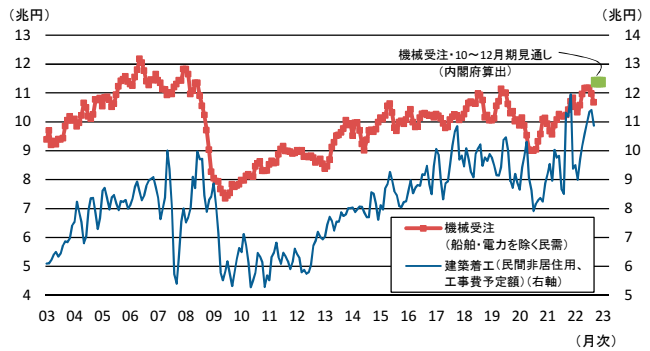
(6) 輸出は頭打ちに

今年7～9月期の実質輸出は前期比1.9%増と前期の同1.8%増に続き増加した。最近の輸出動向を月次統計によりみると、地域別には米国・中国向けの持ち直しが目立つ(図表23)。中国の経済活動の正常化と米国における供給制約の緩和をそれぞれ反映しているとみられる。また、財別にみると資本財の増加が続くとともに、年前半落ち込んだ自動車を持ち直しの動きをみせている一方で、情報関連にやや頭打ち感が出ている(図表24)。

一方、7～9月期の実質輸入は同5.2%増と前期の同0.8%増から大きく伸びを高めた。内訳をみると、財輸入については同2.1%増と通常ペースだが、サービス輸入が同17.1%と急増している点が目を引く。内閣府によれば、広告サービスでの海外支払いが一時的に膨らんだとのことであり、10～12月期に反動が出る可能性が高いだろう。なお、このサービス輸入の増加だけでGDP全体を0.7%ポイント分押し下げており、仮にこの部分を除けば7～9月期のGDP成長率は前期比0.4%のプラスだったことになる。

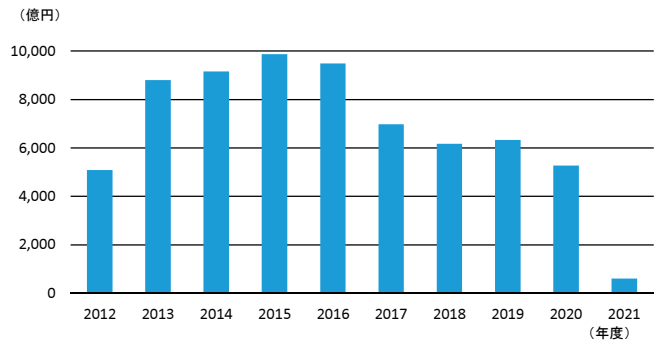
今後については、先述のとおり、中国経済は目先持ち直していくものの、米国及びユー

(図表20) 設備投資先行指標の推移



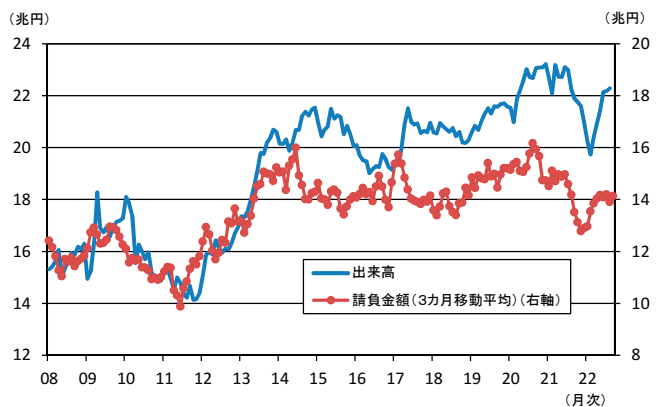
(注1) 季調済年率、3か月移動平均
(注2) 内閣府、国土交通省のデータより作成

(図表21) 東日本大震災復興関連公共事業費の推移



(注1) 東日本大震災復興特別会計「復興関係公共事業等」(当初予算)の計数
(注2) 財務省「特別会計ハンドブック」各年版データより作成

(図表22) 公共工事関連指標の推移 (季調済年率)



(注) 国土交通省、東日本建設業保証株式会社のデータより作成

口圏経済は減速が続くとみられることから、日本の輸出も23年にかけて頭打ちになるものと予想される。

(7) インフレ率は3%台半ばまで上昇

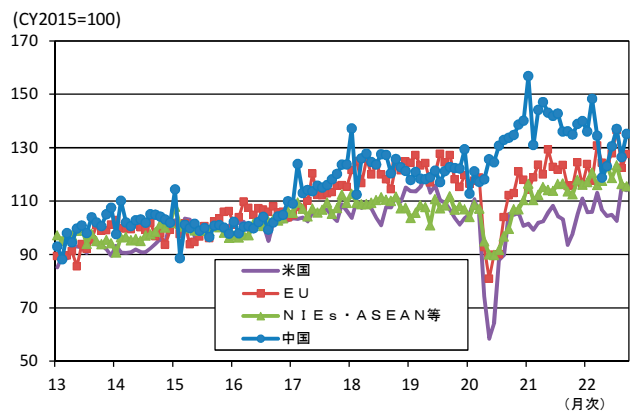
全国コアCPI（除く生鮮食品）前年比上昇率は直近10月統計で+3.6%となっている（11月18日公表）。21年度後半は0%台の動きとなっていたが、22年4月には前年に実施された携帯電話料金値下げの影響の剥落などもあり2%台に乗せた。

足元にかけては世界的な原材料価格の高騰や円安の影響から食料品や外食で値上げが相次いでいる。報道等によれば11月以降も値上げの動きは続く見込みであり、今後もインフレ率押し上げ要因になるとみられる。

この間、前年比でみたエネルギー価格の上昇にはやや一服感が出ているが、これについては大手電力会社の規制料金体系において、燃料費の値上がり分を反映させる「燃調制度」の上限に到達していることから電気代が頭打ち気味になっていることも影響している。燃調制度で値上げできない部分は電力会社が負担しており、本稿執筆時点で電力大手10社のうち6社が家庭向け規制料金の値上げもしくは値上げ検討の方針を表明している。23年春頃までに実際に料金値上げが行われた場合、新年度入り後エネルギー価格は電気代中心に上昇することになるが、政府の経済対策に含まれる電気料金抑制策により消費者の負担はある程度抑えられよう。

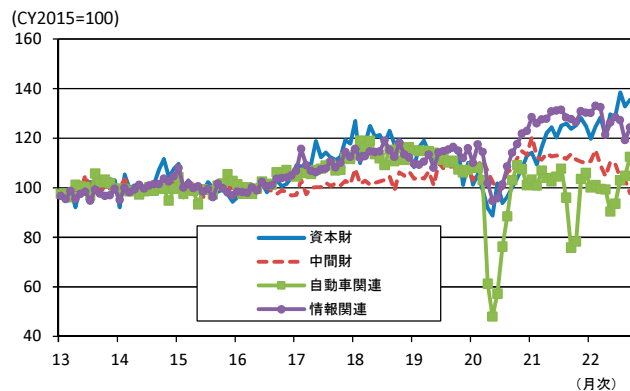
以上を勘案しつつ今後を展望すると、政府の対策により23年入り以降エネルギー価格の上昇は一定程度抑制されるものの、食料品については引き続き値上げの動きが続くとみられること、世界的な原材料価格上昇に円安効果が加わり、その他の財にも値上げの動きが波及してくる可能性が高いこと、などから全

(図表23) 地域別実質輸出の推移（季調値）



(注) 日本銀行のデータより作成

(図表24) 財別実質輸出の推移（季調値）



(注) 日本銀行のデータより作成

国コアCPI前年比は年内は3%台半ば、年明け後は2%台半ばから後半で推移しよう。もっとも、賃金上昇率を上回るインフレ率の高まりは、消費者の購買力悪化から消費低迷につながるとみられる。このため、値上げの動きは続かず、23年半ば以降インフレ率は徐々に鈍化してくるものと予想している。

なお、上述の政府による電気料金・都市ガス料金対策は23年1月に開始されるため、年明けに電気代・ガス代はいったん低下するが、その後電力会社が春頃までに値上げを実施すれば、その時点で電気代は再び上昇する。さらに、24年1～3月期には前年の反動からエネルギー価格の前年比は再度高まるとみられ

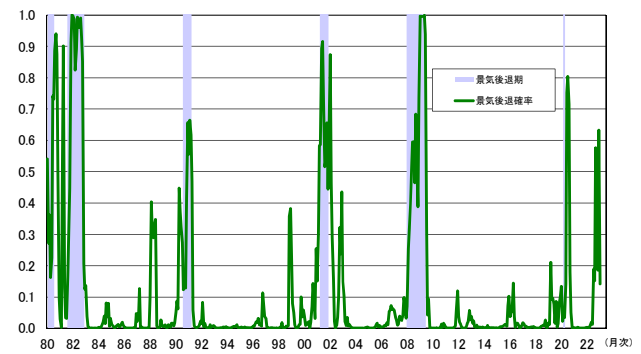
る。このように、政府の対策と電力会社の値上げ実施のタイミングのズレにより、月々のエネルギー価格の動きはやや複雑なものとなり、これがCPI全体の動きにも影響する点には若干の注意が必要だろう。なお当研究所では、値上げ（検討）を表明している電力6社が23年4月に20%の値上げを実施（燃調制度の上限見直しを含む）、政府の電力・ガス料金対策は23年1月の開始後、9月に規模を縮小したうえで年度内延長、を前提として全国コアCPI前年比上昇率見通しを22年度+2.7%、23年度+2.4%としている。

(11月18日 記)

<補論>

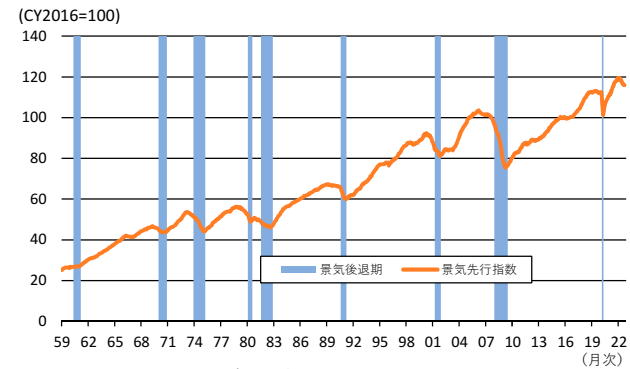
米国経済の先行きについて悲観的な見方が増えているようだ。ここでは、米国の景気後退入りの可能性について若干の指標分析を元に考えてみることにしたい。まず、景気後退入りに先行して変動するいくつかの指標を用いてモデル式を推計し、これにより景気後退入りの確率を計算した結果を補論図表1に示す。これによれば、同確率は直近では63%程度まで上昇した後、14%まで低下するなどやや不安定な動きとなっているが、やはり景気後退入りの兆候が出ているということは言えるだろう。次に、仮に今後景気後退に入るとして、そのタイミングを見極めるため、コンファレンスボード算出の「景気先行指数」（補論図表2）の動きを過去の景気後退局面ごとに比較してみた。1960年以降のサンプルでは、景気先行指数がピークをつけてから景気の山に至るまでの平均期間は11.4か月であり、同指数の直近ピークは22年2月であるため（補論図表3）、この点から考えると年明け近辺から米国景気は後退期に入る可能性がある、ということになる。

(補論図表1) 米国景気後退確率の推移



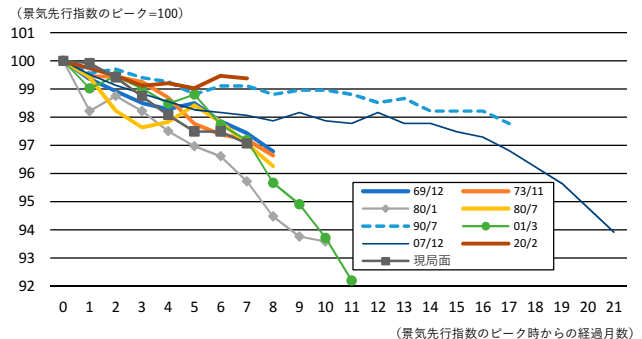
(注1) 長短金利差（12か月ラグ）、株価騰落率（6か月前比、3か月ラグ）、ISM製造業指数（新規受注指数、3か月ラグ）を説明変数としたプロビットモデル推計
(注2) リフィニティブのデータより作成

(補論図表2) 米国景気先行指数と景気後退期



(注) リフィニティブのデータより作成

(補論図表3) 景気後退期入り直前における景気先行指数の動き



(注1) 景気後退期入り直前に景気先行指数がピークをつけた後の景気の山までの動きを指数化した
(注2) 凡例は景気が山をつけた年/月を表示
(注3) リフィニティブのデータより作成