

2022年5月23日

2022・2023年度 日本経済の見通し（改訂）

～ 2022年度前半は高成長も、後半は小幅のマイナス成長へ ～

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 +2.2%（前回+3.0%）、2023年度 +0.7%（前回+1.3%）

○ 1～3月期はまん延防止等重点措置発令と輸入増により小幅マイナス

2022年1～3月期の実質GDP成長率は、前期比▲0.2%（年率▲1.0%）と2四半期ぶりのマイナスとなった。まん延防止等重点措置発令でサービス消費を中心に個人消費が小幅減となり、供給制約の一部緩和による輸入増で外需も小幅のマイナス寄与となった。1～3月期実績が外需を中心に当社の前回予測を下回り、また食品など生活必需品の値上がりは消費者の購買力を削ぐとの見通しから、2022・2023年度の見通しをそれぞれ下方修正した。

○ 2022年度前半はまん延防止等重点措置の解除で高成長も、後半はマイナス成長へ

米国におけるインフレ圧力は、コロナ対応の制限措置の緩和による物流改善と金融引締めで徐々に弱まり、中国の主要都市のロックダウンも6月には峠を越える見込みである。

日本では、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、外出機会が増加して小売・娯楽施設などの人出も増加している。今年度前半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が発現して高成長となり、4～6月期は年率+6.5%を予測する。ただし、生活必需品などの値上げが相次ぐ一方、賃金上昇は限定的となることから、今年度後半は個人消費の停滞から小幅の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。消費者物価（除く生鮮）の上昇率は2022年4～6月期の前年比+2.3%をピークに、需要の停滞を受けて10～12月期には同+2.0%へ鈍化すると見込む。

○ 資源価格の更なる高騰や中国におけるロックダウン長期化などがリスク要因

脱炭素化やロシアへの経済制裁を背景とした資源価格の更なる高騰や、中国におけるロックダウン長期化による供給制約などが、インフレ率の高止まりや一段の上昇に繋がる可能性がある。その場合、各国中銀が極端な利上げを強いられることで、金融資本市場の大きな混乱やグローバルなスタグフレーションに繋がる懸念がある。ゼロコロナ政策や不動産市場の低迷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。

○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2月 時点	上期	下期	前回 2022年2月 時点		
								(前期比)	
名目国内総生産 (兆円)	541.6	554.0	554.6	553.1	560.9	560.4	559.6	561.0	570.3
	1.1	2.3	2.5	▲ 0.3	3.3	1.2	1.2	0.2	1.7
実質国内総生産 (兆円)	537.0	548.6	548.7	548.1	555.5	552.2	550.9	553.2	562.8
	2.1	2.2	1.9	▲ 0.1	3.0	0.7	0.5	0.4	1.3
内 需	1.4	2.7	2.4	▲ 0.1	2.8	0.6	0.4	0.5	1.3
民間需要	1.5	2.8	2.2	▲ 0.0	2.6	0.6	0.3	0.5	1.1
民間最終消費	2.6	4.3	3.3	▲ 0.1	4.0	0.1	▲ 0.3	0.9	1.3
民間住宅投資	▲ 1.6	0.5	3.0	▲ 2.4	▲ 0.2	0.0	3.1	▲ 3.6	0.4
民間設備投資	1.3	3.3	3.2	0.5	2.9	3.1	2.3	1.0	2.3
公的需要	▲ 0.1	▲ 0.0	0.2	▲ 0.1	0.2	0.1	0.1	▲ 0.0	0.2
政府最終消費	2.0	0.4	0.1	▲ 0.1	1.1	0.2	0.1	0.3	0.5
公的固定資本形成	▲ 9.3	▲ 2.5	2.1	▲ 1.6	▲ 0.8	0.2	1.9	▲ 1.8	1.0
財貨・サービスの純輸出	0.8	▲ 0.6	▲ 0.5	▲ 0.0	0.3	0.0	0.1	▲ 0.0	0.0
財貨・サービスの輸出	12.5	8.4	7.2	0.9	4.3	3.3	2.2	1.3	3.1
財貨・サービスの輸入	7.2	11.4	10.0	1.0	2.8	3.0	1.8	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	5.9	3.8	2.7	2.5	5.1	2.7	1.1	0.8	2.5
国内企業物価指数※	7.3	3.9	4.9	3.0	1.4	0.4	0.6	0.1	0.1
消費者物価指数※	0.1	2.5	2.8	2.3	1.2	1.4	1.3	1.4	0.8
消費者物価(除く生鮮)※	0.1	2.0	2.2	1.8	1.1	1.4	1.3	1.4	0.8
貿易収支(兆円)	▲ 5.4	▲ 11.7	▲ 5.8	▲ 5.9	▲ 0.0	▲ 11.7	▲ 5.7	▲ 6.0	0.1
経常収支(兆円)	12.6	5.2	2.7	2.5	15.1	5.7	3.1	2.6	15.6
名目賃金指数※	0.5	1.0	0.9	1.1	0.6	1.2	1.1	1.3	0.5
完全失業率(%)	2.8	2.7	2.7	2.7	2.8	2.6	2.6	2.6	2.7
住宅着工戸数(万戸)	86.6	88.1	87.9	88.3	84.7	87.8	88.4	87.2	85.2
為替レート(¥/\$)	112.4	129.8	129.5	130.0	115.0	130.0	130.0	130.0	115.0
原油価格(\$/b)	76.4	103.2	105.1	101.3	84.0	100.9	101.1	100.7	84.2
米国実質成長率(年率)	5.7	2.7	1.8	3.0	3.4	2.2	2.1	1.5	2.3
中国実質成長率※	8.1	5.0	4.7	5.3	5.0	5.0	5.1	5.0	5.2

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

○1～3月期の実質GDP

5月18日に発表された2022年1～3月期の一次速報値によると、実質GDP成長率は前期比▲0.2%、年率換算▲1.0%と2四半期ぶりのマイナス成長となった(図表2)。需要項目別にみると、まん延防止等重点措置発令でサービス消費が減少したことなどから、民間最終消費は前期比0.0%減と2四半期ぶりに減少した。住宅投資は同1.1%減と3四半期連続の減少となった。設備投資は供給制約の緩和などから同0.5%増と2四半期連続で増加した。在庫投資の寄与度については、同▲0.2ポイントとなった。公的需要は、公的固定資本形成が同3.6%減と5四半期連続で減少し、政府消費は新型コロナウイルスのワクチン接種に係る費用等の計上により、同0.6%増と2四半期ぶりに増加した。輸出は供給制約の緩和で自動車輸出が持ち直したことなどから同1.1%増と2四半期連続の増加となる一方、輸入も医薬品等の増加から同3.4%増と2四半期連続の増加となった。外需寄与度は同▲0.4ポイントとなった。

なお、2022年1～3月期の実質GDP水準は、感染拡大前の2019年10～12月期の▲0.7%、それ以前のピークである2019年4～6月期の▲3.5%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+0.4%となり、名目GDP成長率は同+0.1%(年率換算+0.4%)となった。

○2022年度前半は高成長も、後半は一時的にマイナス成長へ

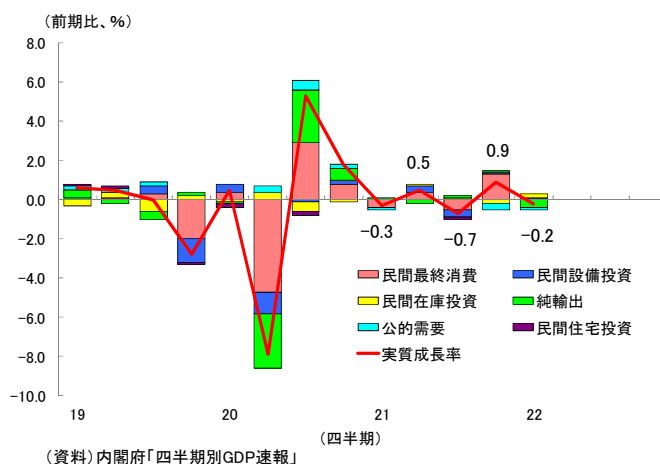
米国におけるインフレ圧力は、コロナ対応の制限措置の緩和による物流改善と金融引締めで徐々に弱まり、上海など中国の主要都市のロックダウンも6月には峠を越える見込みである。

日本では、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、外出機会が増加して小売・娯楽施設などの人出も増加している。今年度前半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が発現して高成長となるだろう。ただし、生活必需品などの値上げが相次ぐ一方、賃金上昇は限定的となることから、今年度後半は個人消費の停滞から小幅のマイナス成長となるだろう。もともと、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1～3月期の実質GDP成長率の実績値が外需を中心に当社の前回予測を下回り、また食品など生活必需品の値上がりで消費者の購買力を削ぐとの見通しから、2022年度の実質GDP成長率予測は前年比+2.2%と前回2月予測(同+3.0%)から0.8ポイント下方修正した。四半期ごとの成長率は、2022年4～6月期：前期比年率+6.5%、7～9月期：同+3.7%、10～12月期：同▲1.0%、2023年1～3月期：同▲2.2%と予想する。

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

図表2. 実質GDP成長率の寄与度分解



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+0.7%と前回（同+1.3%）から 0.6 ポイント下方修正した。なお、実質 GDP がコロナ前（2019 年 10～12 月期）の水準に到達する時期は 2022 年 4～6 月期、それ以前のピークである 2019 年 4～6 月期の水準に到達する時期は 2024 年 7～9 月期と予想する。

○資源価格の更なる高騰や中国におけるロックダウン長期化などがリスク要因

脱炭素化やロシアへの経済制裁を背景とした資源価格の更なる高騰や、ゼロコロナ政策を継続する中国における主要都市のロックダウンが長期化した場合の供給制約などが、インフレ率の高止まりや一段の上昇に繋がる可能性がある。その場合、現状で市場に織り込まれている程度の各国中銀の金融引き締めではインフレが鎮静化せず、極端な利上げを強いられることで、金融資本市場の大きな混乱やグローバルなスタグフレーションに繋がる懸念がある。

ゼロコロナ政策や不動産市場の低迷から中国経済が失速するリスクや、供給制約に対するリスク回避のための国内生産の重視や安全保障上の理由から、グローバル貿易の縮小が加速するリスクにも留意が必要である。こうしたリスクが顕在化すれば、世界経済の成長が押し下げられるだろう。

◇主要な需要項目の動向

○個人消費はペントアップ需要の発現で活発化したあと、購買力の低下により停滞へ

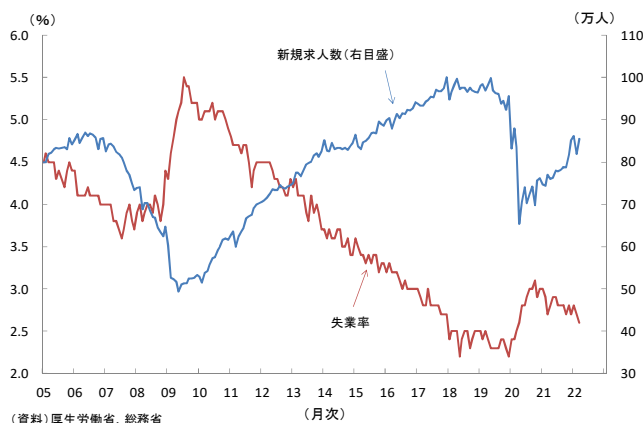
雇用環境は緩やかに改善している。3月の失業率は 2.6%と、まん延防止等重点措置の適用解除に向けた採用活動の回復もあって昨年後半からの横這い傾向を脱しつつあり、コロナ前の 2019 年 12 月の水準に近づきつつある（図表 3）。3月の就業者数（季節調整値）は 6,711 万人と、コロナ前の 2019 年 12 月の水準を 71 万人下回るが、そのうち 43 万人は労働力人口自体の減少に対応している。

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。2022 年入り後に感染拡大を受けて対面型のサービス業を中心に求人が手控えられたあと、制限措置の緩和を受けて上向いているようだ。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伸び悩みが続くだろう。労務行政研究所の「賃上げに関するアンケート調査」によると、2022 年の春闘賃上げ率の見通しの平均は 2.00%となった。2021 年は企業業績の大幅悪化を受けて 1.86%（厚生労働省集計ベース）と 8 年ぶりに 2%を割り込み、近年のベースアップの流れが途絶えたが、2022 年は企業業績の回復を受けてベアを復活させる企業が増えるだろう。また、賞与も同様に 2022 年度は夏季・冬季ともに伸びが高まるとみられることも個人消費にとって好材料といえる。もっとも、原材料高などによる企業収益の圧迫や、コロナ禍に伴う先行き不透明感を

図表 3. 失業率と新規求人数の推移



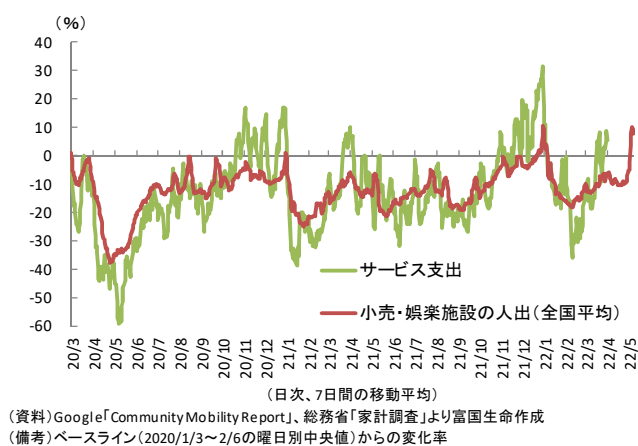
踏まえると、大胆な賃上げは期待できない。ベア復活は業績好調な一部企業にとどまり、ベアの動きが幅広い業種・企業に浸透していくには今しばらく時間がかかるだろう。

毎月勤労統計の現金給与総額を見てもこのところ前年比 1%程度の増加である。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、4月に同 2.5%に上昇した消費者物価指数は暫く 2%台の継続を見込んでおり、消費者の実質的な購買力が削がれることになる。

個人消費は、1~3 月期は足踏みとなった。 1~3 月期の民間最終消費支出は前期比 0.0%減となった。1月 9 日から沖縄・広島・山口の 3 県がまん延防止等重点措置の適用地域となり、2 月には最大で計 36 都道府県に拡大された。その後、適用地域は順次縮小されたものの、全面解除は 3 月 22 日となった。これに伴い、外食や宿泊といったサービス消費が前期比 0.2%減となった。耐久財も同 1.6%減となったが、非耐久財は同 1.0%増と消費全体を下支えした。

2022 年度前半の個人消費は高い伸びが見込まれる。 足元ではサービスへの支出と連動性が高い小売・娯楽施設の人出が回復しており、特にゴールデンウィーク期間の増加は顕著である（図表 4）。コロナ禍でのペントアップ需要が外食や飲食などの対面型のサービスの活発化させるとともに、コロナ対応での供給制約の影響が緩和するため、自動車販売も増加していくと予想される。ただし、ペントアップ需要が一服する 2022 年度後半には、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。 政府の「原油価格・物価高騰等総合緊急対策」に含まれる低所得世帯向け給付金は一定の下支え効果を持つものの、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。

図表 4. 人出とサービス支出の推移

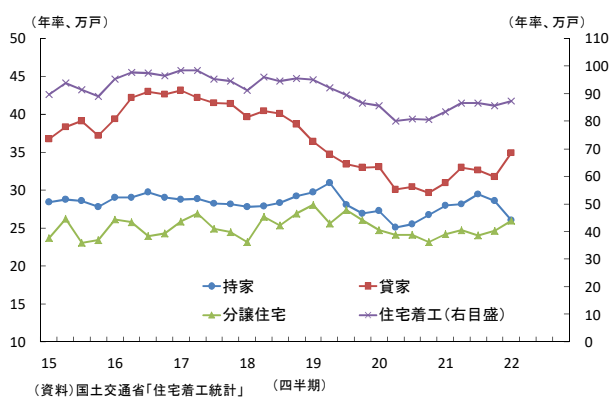


○新設住宅着工戸数は、やや増加と予想

1~3 月期の住宅投資は前期比 1.1%減と 3 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、1~3 月期が年率 87.3 万戸と小幅な増加となった（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、足元で年率 85 万戸前後まで回復しており、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、概ね底堅さを維持している。

今後の新設住宅着工戸数は、やや増加

図表 5. 新設住宅着工戸数の推移



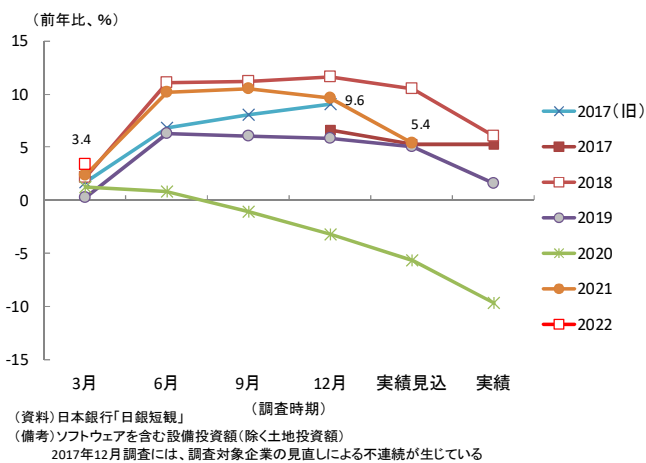
すると予想する。企業による貸家の着工が足元で増加している。首都圏を中心にマンション価格が高騰したことで、当面は貸家に住む選択をする世帯の増加が見込まれ、今後も企業によるマンション型を中心とした貸家着工は続くと予測する。2021年度後半の持家着工の減速はコロナ禍による物流混乱にともなう資材不足のほか、2021年12月末迄の入居を期限としていた旧住宅ローン減税制度に向けた駆け込み着工の衣服、および2022年からの新制度の内容を見極める動きが背景にあったと考えている。新住宅ローン減税制度が決定し、控除率は0.7%と旧制度の1.0%よりは低下したが、現状のローン金利水準との比較では引き続き魅力的である。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と考えており、2022年度には再び増加に転じるだろう。持家と同様に分譲戸建ては、底堅い需要が続くとみられる。一方、分譲マンションについては、マンション価格の高騰が需要を抑える要因となろう。

○設備投資は堅調な企業収益を背景に持ち直しが続く

1～3月期の実質設備投資は前期比0.5%増と2四半期連続で増加した。汎用工作機械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3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3.4%増と、同時期としては高めの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1～3月期が3.6%減と非製造業を中心に4四半期ぶりに減少した。前期に鉄道車両の大型受注が生じた反動減で運輸業・郵便業を中心に非製造業がマイナスとなった。当期にはコロナ感染が拡大しており、発注の様子見をした企業もあったとみられる。しかし、法人企業統計によると、2021年10～12月期の全産業ベースの経常利益は、5四半期ぶりに減益となった7～9月期の前期比7.0%減から大きく持ち直し、同17.4%増となり、基調として堅調な推移が続いている。先行きは原材料価格の高騰が重石となるものの、価格転嫁も始まっていることや、コロナ禍に対応した制限措置緩和による物流改善、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、テレワーク拡大や営業活動の非接触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持ち直しが続くと予想する。

図表6. 設備投資計画調査（全規模・全産業）

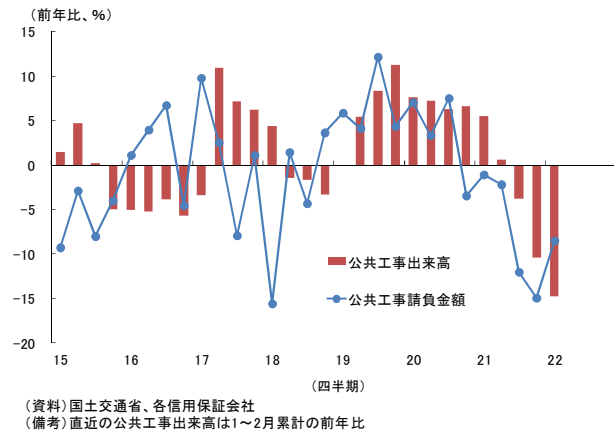


○公的固定資本形成は当面、やや減少する見込み

1～3 月期の公的固定資本形成は前期比 3.6%減と 5 四半期連続の減少となった。先行指標である公共工事請負金額をみると、1～3 月期が前年比 8.5%減と 6 四半期連続で前年割れとなっている（図表 7）。公共投資は自然災害からの復旧・復興関連や国土強靱化に向けた公共工事が下支えとなっているものの、東北における震災復興関連工事の一巡などから、弱含みで推移している。

公共工事請負金額の推移から、公的固定資本形成は当面、やや減少すると見込んでいる。もっとも、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。

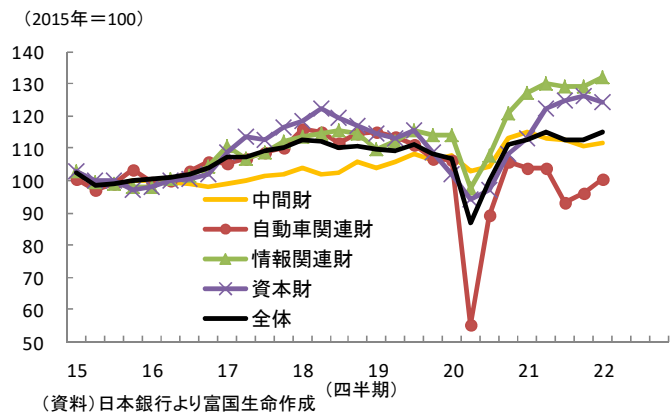
図表 7. 公共工事請負金額・出来高の推移



○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。1～3 月期の実質輸出は前期比 1.1%増と 2 四半期連続の増加となった。日銀が公表する実質輸出をみると、半導体不足や東南アジアからの部品調達難の影響から 7～9 月期に大きく減少していた自動車関連財が供給制約の緩和によって高い伸びとなったほか、情報関連財も増加した（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、入国制限措置が継続するもとで、大きく落ち込んだ状態が続いている。

図表 8. 日銀実質輸出（財別）の推移



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。ゼロコロナ政策を採用する中国は一部の主要都市をロックダウンしているが、日本を含め世界的には新型コロナウイルスの追加接種の進捗を受けて、コロナ対応の制限措置が緩和され物流環境が改善している。中国でも上海市のロックダウンが 6 月に解除される見込みであり、今後は改善に向かうだろう。2022 年度の輸出は、世界経済の成長ペースが、急速な回復局面にあった前年より緩やかにとどまることを反映して、伸び率は鈍化するものの、増加傾向が続くと予想する。

○消費者物価と金融政策の見通し

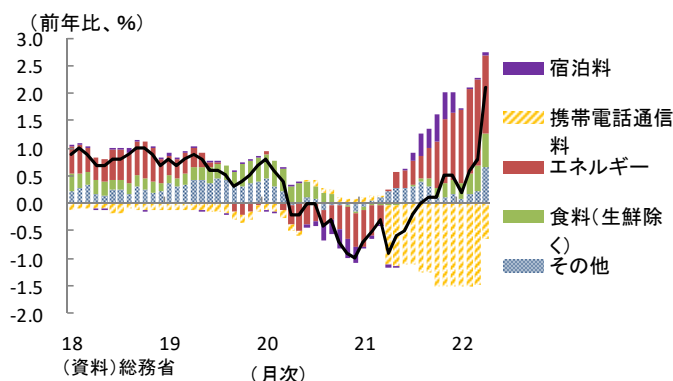
消費者物価は上向いている。4月のコアCPI（生鮮食品を除く消費者物価総合）は前年比+2.1%となった（図表9）。3月の同+0.8%から大きく上昇した要因は、前年の大手通信キャリアの料金プラン値下げの影響の多くが剥落して、携帯電話通信料によるマイナス寄与が0.4ポイント程度まで縮小したことが主因である。また生鮮食品を除く食料によるプラス寄与もやや拡大し、0.6ポイント程度となった。

今後のコアCPIは、4～6月期をピークにやや伸びが鈍化していくだろう。3月に一時130ドル台をつけた原油価格（WTI）は、このところ100～110ドル程度の横這い圏で推移しており、一旦は上昇が止まっている。原材料価格の上昇分を価格転嫁する動きは今しばらく続くものの、名目賃金の伸び悩みが購買力を削ぐことで2022年度後半から需要が停滞するため、コアCPIの上昇率は2022年4～6月期の前年比+2.3%をピークに、10～12月期には同+2.0%に鈍化すると見込んでいる。

2022年度のコアCPIの予測は前年比+2.0%と前回2月予測から0.9ポイント上方修正、2023年度は同+1.4%と前回から0.6ポイント上方修正とした。

金融政策について、日銀は4月の決定会合で10年国債金利の0.25%以下への抑制を明確化し、金融緩和継続をあらためて示した。エネルギー・食品を中心にやや物価上昇率が高まっているが、持続性を欠くとの判断のもと、日銀は当面現行の金融政策を維持するだろう。ただし、資源価格の更なる高騰や、ゼロコロナ政策を継続する中国における主要都市のロックダウンが長期化した場合の供給制約などが、インフレ率の高止まりや一段の上昇に繋がり、日本でも結果的に2%の物価安定目標が達成されれば、金融政策の正常化が早まる可能性がある。また、2023年4月の黒田日銀総裁任期満了が近づけば、日銀の金融政策の変更への思惑が高まる可能性もあろう。

図表9. 消費者物価指数の推移



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	0.6	▲ 1.0	0.1	0.5
民間最終消費	0.5	0.6	▲ 0.0	▲ 0.2	1.6	0.6
民間住宅投資	1.6	1.6	0.5	7.2	0.8	0.4
民間設備投資	0.9	0.4	▲ 0.5	2.4	1.3	0.2
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	0.3	3.4	2.3	1.0
財貨・サービスの輸出	0.5	▲ 3.2	▲ 1.8	9.2	11.8	0.5
財貨・サービスの輸入	4.5	▲ 4.4	▲ 7.2	21.5	16.6	0.4

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	0.2	▲ 0.7	▲ 4.5	2.1	2.2	0.7
民間需要	0.1	▲ 0.7	▲ 4.7	1.5	2.8	0.6
民間最終消費	0.0	▲ 0.6	▲ 3.0	1.4	2.3	0.0
民間住宅投資	▲ 0.2	0.1	▲ 0.3	▲ 0.1	0.0	0.0
民間設備投資	0.2	▲ 0.1	▲ 1.2	0.2	0.5	0.5
公的需要	0.3	0.5	0.8	▲ 0.1	▲ 0.0	0.1
政府最終消費	0.2	0.4	0.5	0.4	0.1	0.0
公的固定資本形成	0.0	0.1	0.3	▲ 0.5	▲ 0.1	0.0
財貨・サービスの純輸出	▲ 0.2	▲ 0.4	▲ 0.6	0.9	▲ 0.6	0.0
財貨・サービスの輸出	0.4	▲ 0.4	▲ 1.7	2.2	1.6	0.7
財貨・サービスの輸入	▲ 0.5	▲ 0.0	1.1	▲ 1.3	▲ 2.2	▲ 0.6

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】

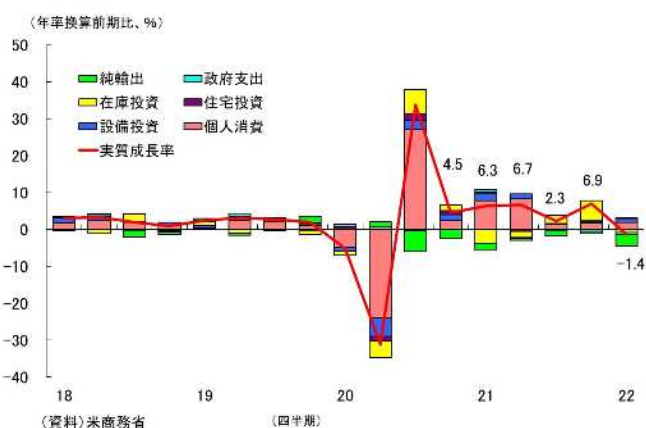
米国経済は、堅調に推移している。2022年1～3月期の米国の実質GDP成長率は前期比年率▲1.4%となり、2020年4～6月期以来7四半期ぶりのマイナス成長となった（図表12）。個人消費や設備投資は堅調に推移しており、輸出が伸び悩むなか、内需の堅調さを反映して輸入が増加したことや、在庫の取り崩しが行われたことがマイナス成長の要因となった。

需要項目別にみると、個人消費は前期比年率2.7%増となり、前期の同2.5%増から伸び率が拡大した。サービス消費が同4.3%増と、前期の同3.3%増から伸び率が拡大したことが個人消費をけん引した。新型コロナウイルスの新規感染者数が減少傾向にあるなか、雇用・所得環境の改善を受け、サービス消費の増加が続いた。非農業部門雇

用者数はこのところ毎月40万人前後の順調な増加となっており、1～3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4.5%増と、前期の同3.9%増から拡大している。サービス消費が拡大する一方、財消費は同0.1%減と、前期の同1.1%増から減少に転じている。非耐久財消費財がエネルギー価格高騰を受け、ガソリンなどへの支出が減少したことで同2.5%減となったことが影響している。住宅投資は、同2.1%増と、2四半期連続の増加となった。設備投資は同9.2%増と、7四半期連続の増加かつ前期の同2.9%増から伸び率が大きく拡大した。情報処理機器や産業機器、ソフトウェアへの投資がけん引役となった。在庫投資は内需の堅調さを反映し、在庫が取り崩されたことで▲0.84ポイントの寄与となった。輸出は同5.9%減、輸入は同17.7%増となり、純輸出の寄与度は▲3.2ポイントとなった。

今後は、金融引締めによる借入金利上昇が徐々に消費者信用での購入や住宅投資を抑制するため、成長ペースは緩やかになるだろう。雇用・所得環境の改善が続くなか、コロナ対策の制限緩和もあり、コロナ禍で生じたペントアップ需要が引き続き対面型サービスなどへの支出を底上げし、個人消費は堅調に推移するだろう。一方、ロ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、消費者物価指数は前年比で8%程度の高い伸び率となっている。また、消費者物価指数の上昇品目には広がりが見られている。こうした高いインフレ率を抑制するため、FRB（米連邦準備理事会）は金融引締めに舵を切っている。FRBの金融引き締めによる借入金利上昇もあり、年半ば以降徐々に消費者信用での購入が抑制され、堅調さを維持しつつも、個人消費の増加ペースは緩やかとなっていくだろう。住宅投資は、先行指標である新規着工許可件数は増加が続いているものの、FRBの金融引締めを受け、住宅ローン金利が上昇することで、今後住宅投資の増加ペースは緩やかとなるだろう。設備投資については、堅調な企業収益を背景に増加傾向の継続を見込むほか、脱炭素

図表12. 米国実質GDP成長率の推移



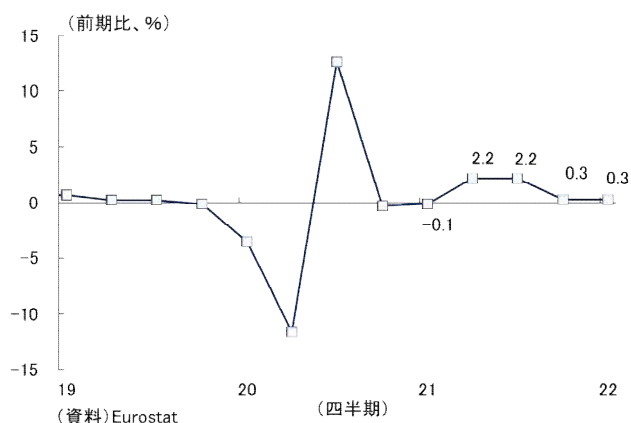
に向けた投資や、雇用コストの高止まりを設備投資で代替する動きも支えとなるだろう。ただし、個人消費や住宅投資同様、FRBの金融引き締めを受けた金利上昇によって、今後の増加ペースは緩やかとなるリスクもあるだろう。輸出は、ユーロ圏や中国の成長ペース鈍化もあり、伸びは限定的となるだろう。また、供給制約回避や安全保障上の理由により、グローバル貿易が縮小することで、輸出が押し下げられる可能性もあるだろう。個人消費や設備投資を中心に内需が概ね堅調に推移すると見込むため、輸入は堅調さを維持するだろう。そのため、純輸出は中立ないしはマイナス寄与となるだろう。このように、個人消費や設備投資を中心に概ね堅調に推移するものの、FRBの金融引締めが徐々に成長ペースを鈍化させると見込むことから、2022年の実質GDP成長率の予測は前年比+2.7%と前回予測から0.7ポイント下方修正し、2023年は同+2.2%と0.1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、3月16日の会合で0.25%の利上げを行い、資産買入を終了した。5月4日の会合では2会合連続の利上げかつ2000年5月以来となる0.5%の大幅利上げを実施し、高いインフレを抑制する姿勢を明確に示した。また、2022年6月のバランスシート縮小開始も発表した。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2.75%、2023年に計0.50%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+6.5%、2023年末で同+4.5%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1~3月期のユーロ圏の実質GDP成長率は前期比0.3%増（年率換算1.1%増）と、前期の同0.3%から伸び率は横ばいにとどまったが、4四半期連続のプラス成長となった（図表13）。欧州各国では感染者数の減少がみられたものの、資源価格の高騰により電気代などが高騰し、個人消費が伸び悩んだほか、中国需要の後退を背景として、輸出と生産の改善は足踏みを続けている。一方、雇用・所得環境をみると、3月のユーロ圏の失業率が1998年4月の統計開始後の最低水準である6.8%まで低下するなど、改善もみられている。主要国の成長率をみると、ドイツが前期比+0.2%（前期：同▲0.3%）と持ち直した一方、フランスが同0.0%（前期：同+0.8%）、イタリアが同▲0.2%（前期：同+0.7%）、スペインが同+0.3%（前期：同+2.2%）と伸び率が鈍化しており、国毎に回復度合いが異なっている。

図表13. ユーロ圏実質GDP成長率の推移



今後は、中国向け輸出の鈍化に加えて、インフレ率が賃金の伸びを大きく上回ることで個人消費を圧迫するため、持ち直しペースが鈍化するだろう。コロナ対策の制限緩和もあり、ペントアップ需要の顕在化で今後対面型サービスなどへの支出増加が期待される。一方、2021年10~12月期のユーロ圏の妥結賃金は前年同期比1.58%増と、消費者物価指数の伸びが前年比7%程度となるなかでは賃金の伸びが大きく見劣りし

ており、高インフレが個人消費を圧迫していくだろう。設備投資は、ウクライナ情勢をめぐる不透明感などが企業景況感を悪化させ、設備投資意欲が弱含む可能性があるものの、脱炭素に向けた設備投資は景気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、伸び悩むだろう。なお、欧州委員会による復興基金は 2021 年 8 月に予算執行が開始されており、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ことから、財政支出は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、金融政策の正常化に舵を切っている。4 月の ECB 理事会で、早ければ 2022 年 7～9 月期に資産純購入を終了し、その後利上げを行うと発表した。2022 年後半に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は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、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もあるだろう。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。

【中国経済】

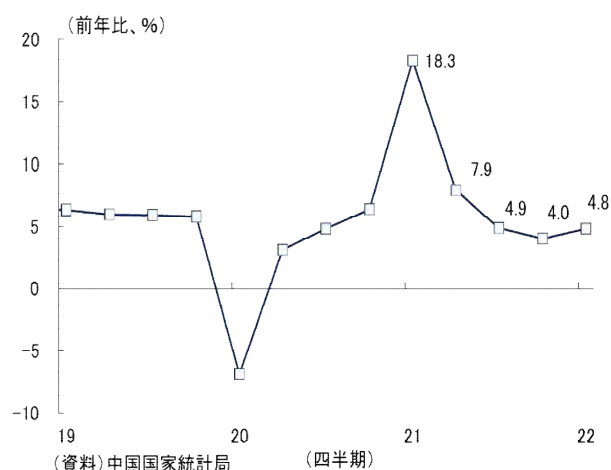
中国経済は、成長ペースが鈍化している。 中国の 2022 年 1～3 月期の実質 GDP 成長率は前年比 4.8% 増と、10～12 月期の同 +4.0% から加速した（図表 14）。ただし、3 月の全人代で掲げられた 5.5% の成長率目標は下回っている。1～3 月期の小売売上高は前年比 3.3% 増と、10～12 月期の同 12.5% 増から伸び率が大幅に鈍化した。1～3 月期の固定資産投資は、地方政府によるインフラ投資を背景に同 9.3% 増と、10～12 月期の同 4.9% 増から拡大した。新型コロナウイルスの感染拡大地域で厳格な移動制限を課す「ゼロコロナ」政策により、飲食などの対面型サービスが抑制されたことによる個人消費の低迷を、インフラ投資で底上げする姿となった。

今後は、緩やかな成長ペースにとどまるだろう。 「ゼロコロナ」政策により、3 月 28 日から上海市のロックダウンが始まり、引き続き個人消費が抑制されている。4 月の小売売上高は前年比 11.1% 減

となり、4～6 月期の個人消費は、前年比マイナスに転じる可能性もあるだろう。住宅投資についても急回復は期待できないだろう。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だろう。内需の弱含みを反映して輸入が伸び悩むなか、米国景気は堅調に推移すると見込まれるため、輸出は底堅く推移し、純輸出は実質 GDP 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、「ゼロコロナ」政策に伴う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が求められている。中国

図表 14. 中国実質 GDP 成長率の推移



人民銀行は、景気てこ入れのため、4月に大手行の預金準備率を0.25ポイント引き下げ、11.25%としたが、市場予想の0.5ポイントを下回る引き下げ幅となった。米国が金融引き締めに踏み切るなか、中国が大幅な金融緩和を行った場合、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などを懸念している可能性がある。今後も景気の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、金利の引き下げは小幅にとどまるだろう。

なお、今秋には5年に一度の共産党大会が控えている。経験則からは党大会の年には景気が上向き傾向がある。政府は、2022年の政策運営方針として「安定」を掲げており、地方政府の財政制約はあるものの、今後もインフラ投資を拡大させるとみられる。また、国際商品市況高騰は引き続き企業収益の圧迫要因であるが、緩和的な金融環境がIT関連分野を中心に製造業の設備投資を後押しするだろう。不動産市場も、再加熱への警戒が残るが、一部規制緩和などが行われる可能性はあるだろう。

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と見込み、2022年の実質GDP成長率予測は前年比+5.0%（前回3月予測：同+5.0%）、2023年は同+5.0%（前回3月予測：同+5.2%）と予測した。

以上