

世界経済見通し

調査部 マクロ経済研究センター所長 西岡 慎一

目 次

1. 世界経済の現状

- (1) 回復を続ける世界経済
- (2) 多方面にわたる需給ひっ迫
- (3) 高インフレ下でも堅調な個人消費
- (4) 底堅い設備投資

2. 世界経済の見通し

- (1) 世界経済は軟着陸へ
- (2) 利上げペースの加速でインフレ沈静化

3. 今後の注目点

- (1) 米欧の労働市場と賃金インフレ
- (2) 西側諸国のエネルギー調達と資源インフレ
- (3) 中国のコロナ政策と供給網の混乱

4. 中長期的なリスク

- (1) 高インフレ常態化で高まる不確実性
- (2) 不確実性の高まりで成長率低下

要 約

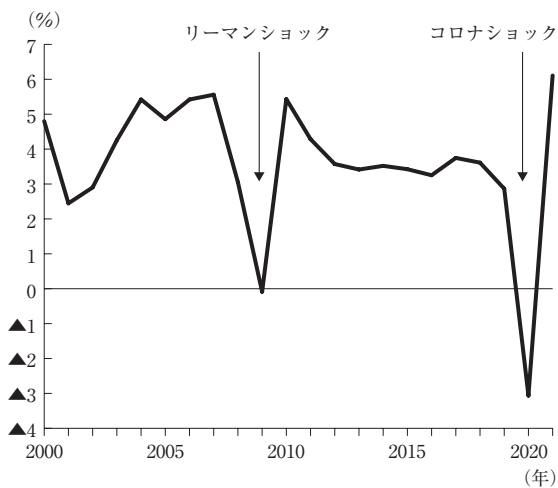
1. 世界経済は緩やかに回復している。回復の原動力は世界的にウィズコロナ路線が定着している点にある。中国を除く多くの国で、行動制限が緩和されており、商業地や観光地の人流がおおむねコロナ前の水準に戻っている。これにより、外食や旅行などのサービス消費が回復している。多くの国の家計が高インフレに見舞われながらも、コロナ禍で蓄積された過剰貯蓄などを原資に消費活動を活発化させている。企業でも、デジタル投資や環境投資などコロナ後を見据えた設備投資が旺盛である。
2. 今後の世界経済は、コロナショックからのリバウンド局面から軟着陸に向かう見通しである。主要国の中央銀行が政策金利の引き上げを本格化させることから、需要が抑えられる一方、部材や労働力などの供給制約が徐々に解消すると想定する。この結果、世界経済の成長率は2023年にかけて3%台前半を維持するとともに、高インフレは沈静化に向かうと見込んでいる。
3. もっとも、供給制約が予想以上に長引く場合、高インフレが継続することで、政策金利は一段と引き上げられ、景気後退が生じる可能性がある。なかでも、次の3点が主なリスクとして挙げられる。第1に、米欧の労働力不足と賃金インフレである。アメリカやイギリスでは労働供給が低迷しており、賃金が大幅に上昇している。これが定着すると、持続的な高インフレにつながるおそれがある。第2に、西側諸国のエネルギー不足と資源インフレである。西側諸国が対口制裁の一環でロシア産資源の禁輸措置を強化している。資源を円滑に代替できない場合、一段の資源高が生じるおそれがある。第3に、中国のゼロコロナ政策などによる世界供給網の停滞である。部材供給や物流の停滞を招き、財価格を上昇させる可能性がある。
4. 高インフレの常態化は、インフレを巡る不確実性を高め、経済成長率を低下させうる点に注意を要する。高インフレ期には、インフレ変動が激しくなり、不確実性が高まる傾向がある。不確実性の高まりは、金利上昇や投資停滞を招き、成長力を弱める可能性がある。さらに、ウクライナ問題やゼロコロナ政策は、脱ロシアや脱中国の動きを加速させ、経済圏の分断につながりうる。経済圏の分断は物価変動の振幅を強める可能性があり、これがインフレを巡る不確実性を高め、成長率の低下を助長する。国際協調体制の整備などグローバル化の後退を防ぐ取り組みなどが重要となる。

1. 世界経済の現状

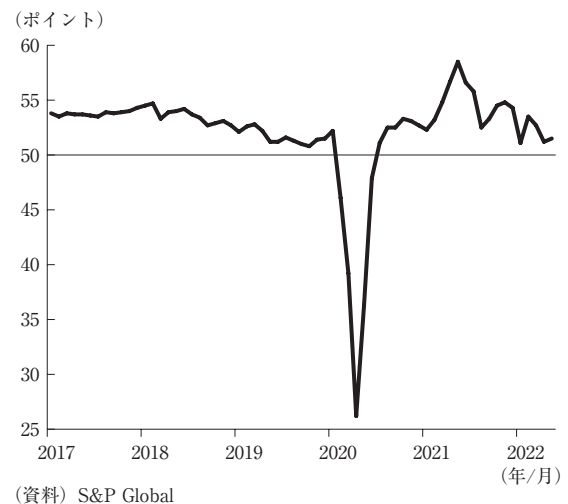
(1) 回復を続ける世界経済

世界経済はペースを弱めながらも回復を続けている。国際通貨基金（IMF）によると、世界全体の実質GDP成長率は2021年に+6.1%とコロナ禍の落ち込みから大きくリバウンドした（図表1）。2022年に入ってから景気は底堅く推移している。購買担当者景気指数（PMI）によれば、グローバルPMIは増勢を鈍化させつつも、好不調の境目となる50を上回っており、企業の景況感は良好な水準を維持している（図表2）。

（図表1）世界実質GDP成長率

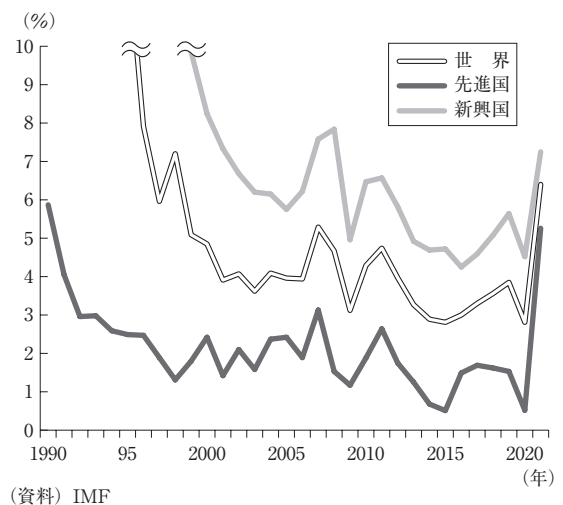


（図表2）グローバルPMI

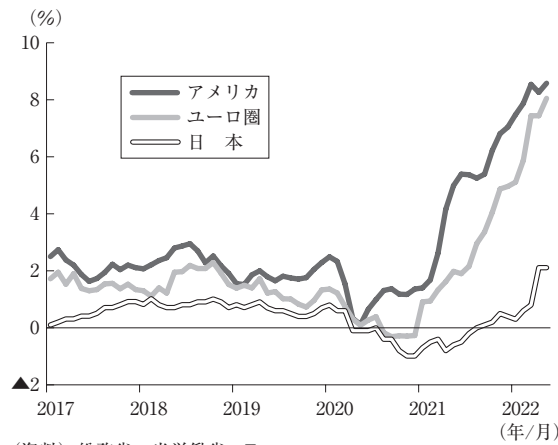


景気が底堅く推移するなかで、世界的にインフレが高進している。IMFによれば、2021年の世界全体の消費者物価は前年比6%台と高い伸びとなった（図表3）。なかでも、先進国が前年比5%超えと1990年以来約30年ぶりの高い伸びを記録している。2022年に入ってから伸び率を高めており、アメリカやユーロ圏では前年比8%台に達しているほか、日本でも消費税増税の影響を除けば2008年以来14年ぶりに2%を超えている（図表4）。

（図表3）世界の消費者物価（前年比）



(図表4) 米欧日の消費者物価 (前年比)



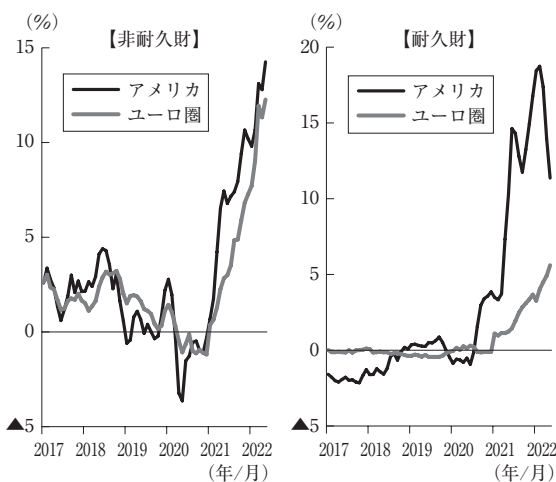
(資料) 総務省、米労働省、Eurostat
(注) 日本は生鮮食品を除く総合。

(2) 多方面にわたる需給ひっ迫

世界的な高インフレには、コロナ流行や脱炭素、ウクライナ問題など複数の要因が重なって幅広い分野の需給をひっ迫させていることが背後にある。なかでも、財価格の上昇がインフレを主導している。アメリカや欧州では、エネルギーや食料品を中心に非耐久財の価格が著しく上昇しており、前年比で10%を超えている(図表5)。耐久財価格も上昇しており、アメリカは一時20%近い上昇を記録した。

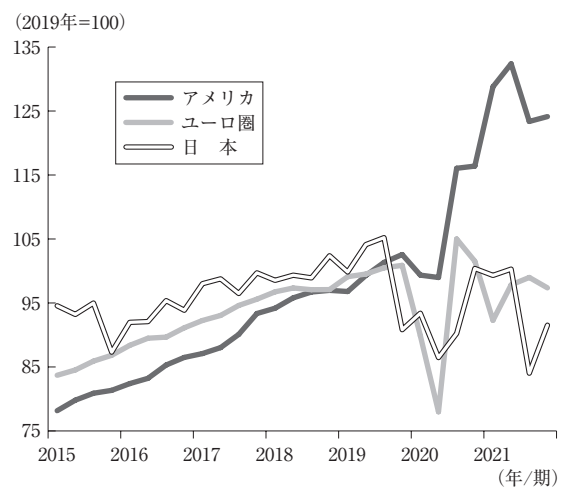
財価格の上昇には、コロナ禍でサービスから財へ需要が急激にシフトし、供給が未だに追いついていない点が基本的な構図にある。西岡 [2022a] は、コロナ禍でアメリカの耐久財需要が急増したことが世界的な増産を誘発し、それが一部で供給制約を引き起こしたと主張している。実際、アメリカの耐久財消費は、2022年1~3月期にコロナ前から2割増と、これまでのトレンドを大幅に上回っており、コロナ前の水準に戻っていない他国の伸びを凌駕している(図表6)。アメリカの耐久財消費が急増した背景として、政府による大規模な現金給付やコロナ禍の生活様式の変化などが指摘されている。こうし

(図表5) 消費者物価 (財、前年比)



(資料) 米労働省、Eurostat

(図表6) 耐久財消費



(資料) OECD

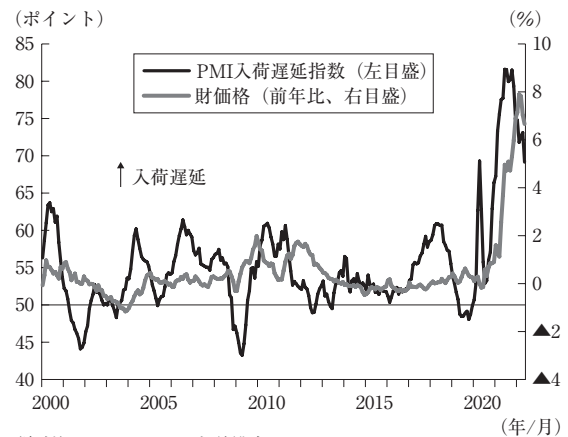
た需要急増に供給が応じきれず、PMIによれば、原材料の入荷が遅延したとの回答がコロナ禍で大幅に増加し、財価格を押し上げている様子が見られる（図表7）。なかでも半導体の不足は自動車や家電など広範な財の供給に支障をもたらす原因となっている。物流網の世界的なひっ迫も続いており、最近では、中国の都市封鎖の影響が加わって、海運が再び混乱している。

化石燃料の供給不足も資源高を通じて、高インフレにつながっている。近年、気候変動への関心が高まっていることから、温室効果ガス排出を巡る投資家の姿勢が厳しくなっており、油田などの開発投資が鈍っている。ウクライナに侵攻したロシアへの制裁として、西側諸国が資源の禁輸を打ち出している点も化石燃料の供給不安に拍車をかけている。ロシア産への依存度が高いEUも石炭と石油を禁輸対象とすることを決定し、資源価格を押し上げる要因となっている。

食料品の需給もひっ迫しており、価格が高騰している。国連食糧農業機関（FAO）によれば、食料品の国際市況はコロナ禍で急騰しており、1990年以降の高値を更新している（図表8）。最近では、ウクライナ産の小麦供給が停滞しているほか、自国の供給確保を目的に食料品の輸出規制を発動する新興国が増えていることも価格高騰に拍車をかけている。

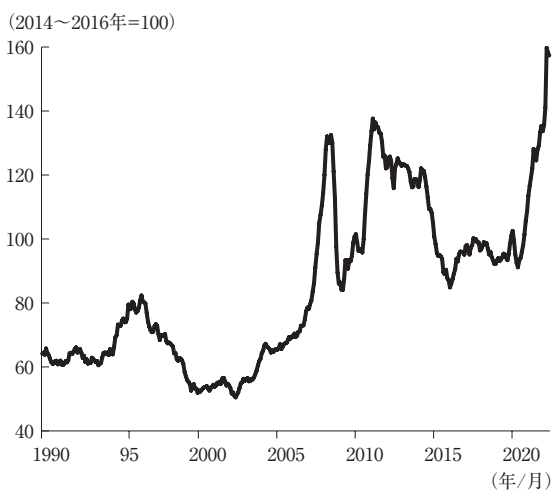
さらに、一部の国では、サービス分野でも価格が大きく上昇している。とくにアメリカでは、住宅価格の高騰を反映して家賃上昇率が前年比5%に達しているほか、家賃以外のサービス価格の伸びもコロナ前から加速している（図表9）。イギリスでも、労働市場のひっ迫で賃金が大きく上昇しており、サ

（図表7）米欧の入荷遅延指数と財価格



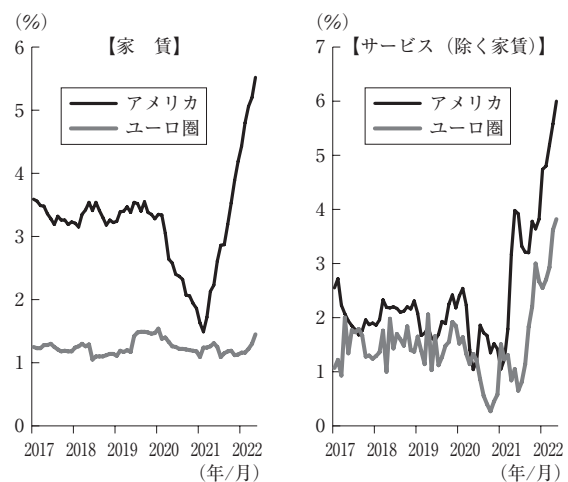
（資料）S&P Global、米労働省、Eurostat
 （注）入荷遅延指数はアメリカと欧州の平均値、逆数で表示。財価格は除くエネルギー・食料。アメリカとEUの平均値。

（図表8）国際食料品価格指数



（資料）国連食糧農業機関（FAO）

（図表9）消費者物価（サービス、前年比）



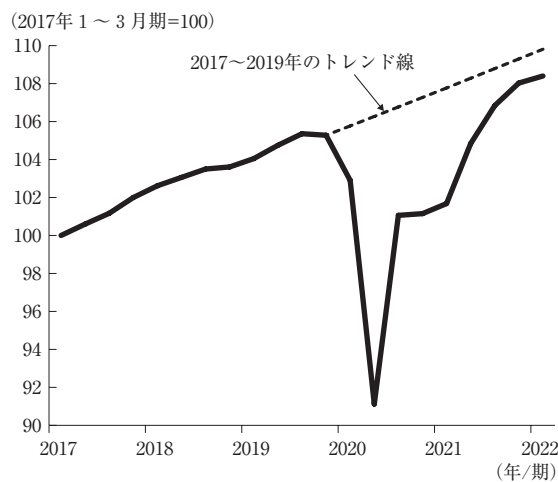
（資料）米労働省、Eurostat

ービス価格の上昇が消費者物価全体の上昇をけん引している。

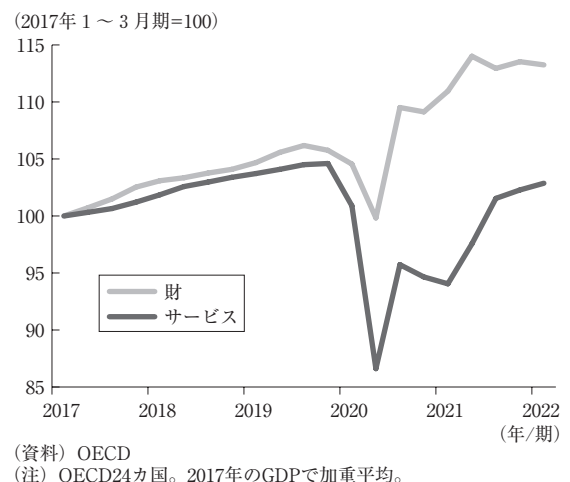
(3) 高インフレ下でも堅調な個人消費

高インフレにもかかわらず、個人消費が世界的に堅調である。経済協力開発機構（OECD）によれば、加盟国全体の実質個人消費は高めの伸びが続いており、コロナ前のトレンドに迫っている（図表10）。巣ごもり需要の一服や供給制約の影響で財消費が頭打ちとなっているものの、サービス消費の回復は続いている（図表11）。個人消費が堅調な背景として次の3点が挙げられる。

(図表10) OECD諸国の実質個人消費

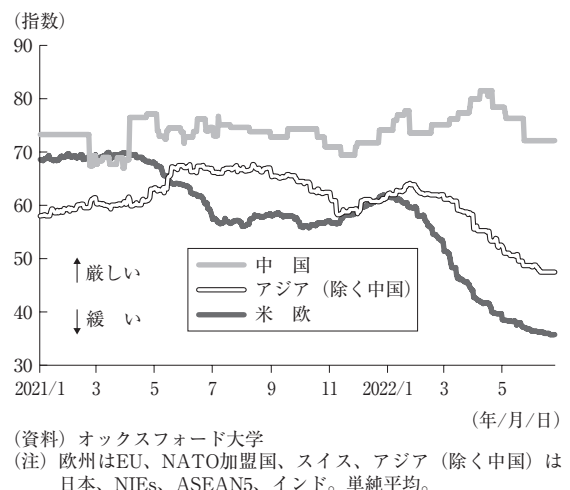


(図表11) OECD諸国の財・サービス消費



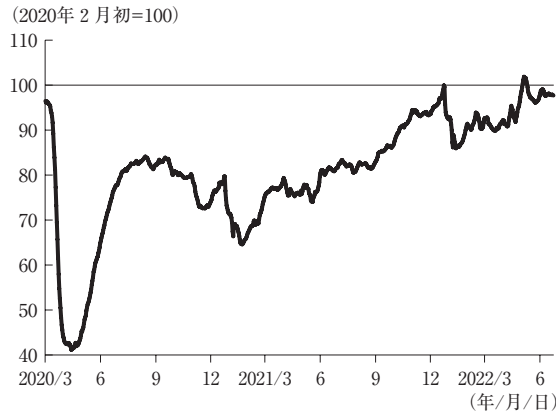
第1に、多くの国がウィズコロナ政策に移行しており、人流が回復している。行動制限がほぼ撤廃されたイギリスをはじめ、米欧やアジアの多くの国で、店舗の利用制限が緩和されているほか、観光客の受け入れも進んでいる。オックスフォード大学のコロナ対応厳格度指数によれば、中国以外のアジア諸国や米欧の数値が軒並み低下しており、行動制限の緩和が進んでいる（図表12）。これにより人流が回復しており、小売店舗や娯楽施設への訪問者数は、世界全体でコロナ前の水準までほぼ回復している（図表13）。

(図表12) コロナ対応厳格度指数



第2に、過剰貯蓄が消費を資金面で支えている。コロナ流行による消費活動の自粛や政府による経済対策を背景に、家計の貯蓄が世界的に蓄積している。家計は、物価上昇による実質購買力の低下をこうした過剰貯蓄で賄っている面がある。過剰貯蓄の規模はなおも大きく、今後の消費を下支えすると考

(図表13) 小売店・娯楽施設への外出数

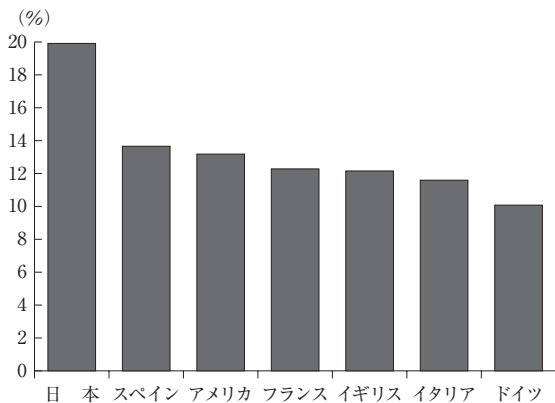


(資料) Google
 (注) アメリカ、ドイツ、フランス、イタリア、スペイン、イギリス、日本、韓国、台湾、ASEAN5、インドの単純平均。

えられる。なかでも、日本の過剰貯蓄が突出しており、2021年末の過剰貯蓄額は年間所得の2割に達している(図表14)。緊急事態宣言が繰り返し発動された影響で消費が強く抑制されたことを反映している。米欧の主要国でも、過剰貯蓄は年間所得の1割にのぼっている。

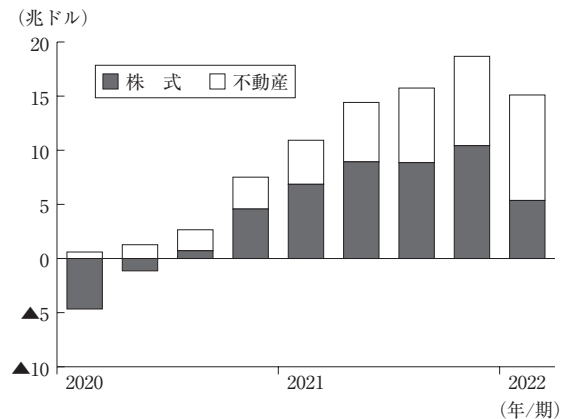
第3に、資産効果も消費を押し上げてきた可能性がある。株式や不動産などの資産価格は、政府による大規模な景気浮揚策やコロナ後の成長期待などを背景に世界的に上昇してきた。例えば、アメリカでは、2020年初から2022年3月末までの間に、家計が保有する株式や不動産の含み益が約15兆ドル(約2,025兆円)蓄積している(図表15)。このような資産価格の上昇が収入を増加させたほか、マインドの改善につながり、インフレによる購買力の低下を打ち消している可能性がある。

(図表14) 家計の過剰貯蓄率(2021年末)



(資料) 内閣府、OECDより日本総合研究所作成
 (注) 2020年初から2021年末の過剰貯蓄が年間所得に占める割合。過剰貯蓄は2015~2019年平均貯蓄率の超過分と定義。

(図表15) アメリカの家計資産の累積評価損益

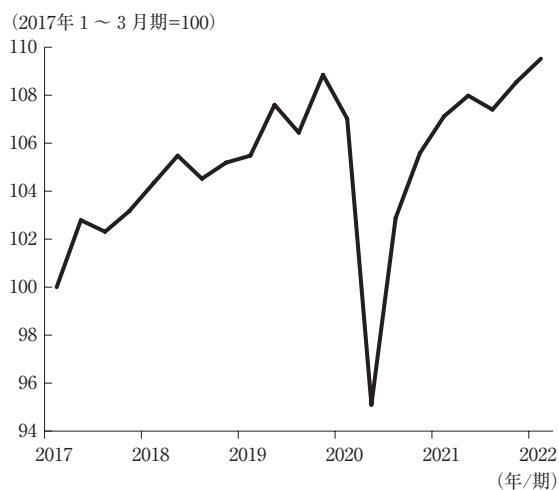


(資料) 米連邦準備制度理事会
 (注) 2020年1~3月期以降の累積額。2022年1~3月期は日本総合研究所による推計値。

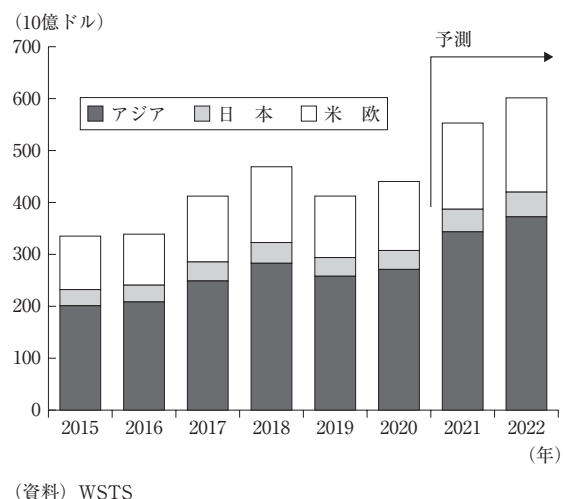
(4) 底堅い設備投資

世界的に設備投資が底堅い点も景気を下支えしている。OECD諸国全体の実質総固定資本形成は、コロナ流行後の落ち込みから順調に回復しており、2021年末にはコロナ前の水準をほぼ取り戻している（図表16）。供給制約の影響で輸送機械関連の設備投資は世界的に不振であるが、産業機械関連の設備投資は堅調である。なかでも、デジタル化の進展で需要増が期待される半導体の分野では、能力増強投資が盛んに実施されている（図表17）。さらに、脱炭素に向けた取り組みも進展しており、素材産業を中心に環境投資が増加していると考えられる。また、アメリカなどでは、自動車、情報関連、医療などの分野で先端技術の開発に向けた知的財産投資も増加している。このようにコロナ後を見据えた企業の投資活動は活発化している。

（図表16）OECD諸国の実質総固定資本形成



（図表17）半導体売上高（地域市場別）



2. 世界経済の見通し

(1) 世界経済は軟着陸へ

今後の世界経済はコロナショックからのリバウンド局面から軟着陸に向かうと予想する。世界全体の実質GDP成長率は2022年に3.2%、2023年に3.1%を見込む（図表18）。コロナ前の世界経済の成長率が3%台半ばで推移してきたことを踏まえると、今後の成長率は巡航速度をやや下回るペースまで落ちると想定している。先進国の成長率は、2023年にかけて潜在成長率近くまで低下する一方、アジア新興国では中国を中心に潜在成長率を幾分下回る見通しである。

当面は、高インフレが続きながらも、ウィズコロナ路線が定着し、経済の正常化が引き続き景気回復の原動力になる。中央銀行による政策金利の引き上げが2023年にかけて徐々に浸透し、需要が抑えられると見込む。同時に、多方面にわたる供給制約が緩和されると想定する。また、資源価格は現行水準並みで推移すると想定する。この結果、景気の明確な後退は回避されるとともに、高インフレは沈静化する見込みである。

前回の見通し（昨年12月時点）と比較すると、成長率は大幅に下方修正される一方、物価は上方修正

(図表18) 実質GDP成長率の見通し (%)

	今回見通し			前回見通し (2021年12月)		
	2021年 (実績)	2022年	2023年	2021年	2022年	2023年
世界計	6.1	3.2	3.1	5.8	4.3	3.5
先進国	アメリカ	5.7	2.7	1.8	5.5	4.0
	ユーロ圏	5.4	2.8	1.7	5.1	3.8
	イギリス	7.4	3.8	0.3	6.9	4.9
	日本	2.2	2.6	1.4	1.8	3.5
新興国	中国	8.1	4.4	5.2	8.0	5.4
	韓国	4.1	2.2	2.0	3.9	2.4
	台湾	6.6	2.7	2.1	5.8	2.8
	ASEAN	3.4	5.1	4.6	2.9	5.2
	インド	8.7	6.5	5.8	9.0	6.9

(資料) IMFをもとに日本総合研究所作成
(注) 日本とインドは年度。

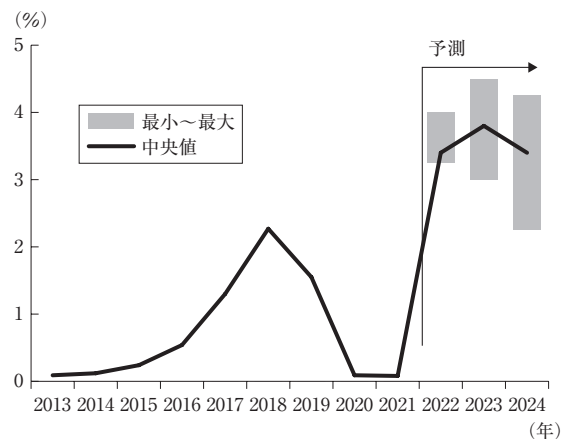
されている。これには、供給面のマイナス影響が想定よりも大きかったことが背景にある。具体的な下振れ要因として次の3点が挙げられる。第1に、ロシアによるウクライナへの軍事侵攻である。西側諸国による対ロシア制裁の影響で資源価格の上昇や供給網の混乱が生じ、経済の下振れと物価の上振れを招いた。第2に、中国によるゼロコロナ政策である。中国の需要が冷え込むとともに、世界供給網の混乱に拍車をかけ、この点も成長率と物価の見通し修正につながった。第3に、金融政策の引き締めである。物価が上振れたことで、多くの国の政策金利が想定以上に引き上げられ、経済を一段と押し下げる要因となった。

(2) 利上げペースの加速でインフレ沈静化

今後、政策金利の引き上げペースが加速し、需要面からのインフレ圧力は抑制されると想定している。アメリカでは、政策金利が急ピッチで引き上げられており、6月までに政策金利(上限値)は1.75%に達した。今後の政策金利(上限値)は、6月のFOMCの見通しに沿って、2022年末には3.5%、2023年末に4%と想定している(図表19)。政策金利は2022年中に2%台半ばとみられる中立金利を上回ることになり、需要が相応に下押しされると見込む。これに加えて供給制約の解消や資源高の一服を背景に、インフレ率は3%台まで低下すると予想している(図表20)。

欧州でもインフレが加速しており、イギリスでは、2021年末から政策金利が引き上げられている。2023年末のイギリスの政策金利は2.5%と、2%程度とされる中立金利を上回ると予想している。この影響でイギリスの消費者物価は2022年の前年

(図表19) 米FOMC参加者の政策金利見通し



(資料) 米連邦準備制度理事会
(注) 見通しは2022年6月時点。

(図表20) 消費者物価の見通し (前年比、%)

	今回見通し			前回見通し (2021年12月)		
	2021年 (実績)	2022年	2023年	2021年	2022年	2023年
アメリカ	4.7	7.5	3.2	4.5	3.4	2.4
ユーロ圏	2.6	7.1	3.6	2.6	2.1	1.4
イギリス	2.6	8.7	6.2	2.4	3.8	2.2
日本	0.1	2.1	1.1	▲0.1	0.8	0.7

(資料) 各国統計をもとに日本総合研究所作成
(注) 日本は年度、生鮮食品を除く総合。

比8%台から2023年の6%台へ低下するが、他の先進国よりも高めである。イギリスでは、労働力不足が深刻化しており、インフレの沈静化に時間がかかると予想している。高インフレの持続もあって成長率はゼロ%台へと落ち込む見込みである。ユーロ圏でも中央銀行がインフレ抑制姿勢を強めており、2023年末までに1%台半ばまで利上げすると想定している。この過程でインフレ率は3%台まで低下するとともに、成長率は潜在成長率近くへ低下すると想定している。

アメリカの利上げに追随して新興国の利上げも本格化すると予想する。アジアではインフレ率が軒並み中央銀行の目標値を上回っているほか、アメリカの利上げによる通貨の下落圧力も強い。東南アジア諸国の政策金利はコロナ前を上回る水準まで引き上げられる見込みである。この結果、アジア各国のインフレ率も沈静化すると想定している。一方、利上げによる内需の抑制や世界経済の回復鈍化などを受けて、2023年の経済成長率は4%台後半へと低下すると予想している。

中国では、政府による価格抑制策の効果もあって、消費者物価の上昇圧力は比較的小さい。このため、他国に比べれば、財政・金融政策の発動余地があり、政府による経済政策が今後の景気を下支えすると見込んでいる。もっとも、2022年前半に実施されたゼロコロナ政策の影響が響き、2022年の経済成長率は4%台半ばと低迷する見込みである。2023年は5%台前半への回復を見込むが、5%台半ばとみられる潜在成長率への到達は難しいと想定している。

日本でも、他国に比べるとインフレ圧力は小さい。2022年のインフレ率は2%程度にとどまり、2023年には1%台の低インフレに戻ると見込む。イールドカーブ・コントロール政策の見直しで長期金利はやや上昇すると想定するが、短期金利は現行水準で据え置かれる見通しである。金利や物価の上昇が小幅にとどまることから、経済成長率は2022年に2%台後半、2023年に1%台半ばとゼロ%台とみられる潜在成長率を上回ると予想している。

3. 今後の注目点

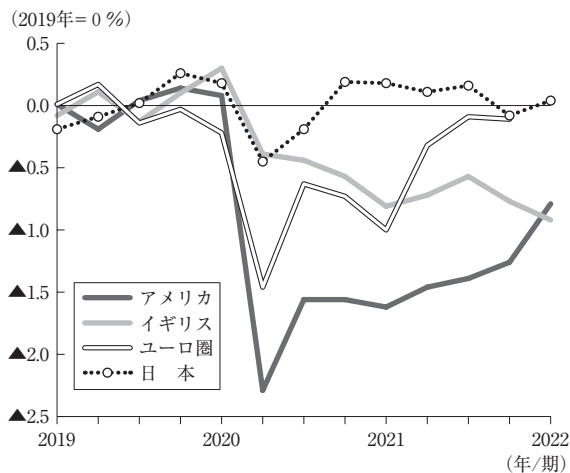
世界景気が大幅な悪化を回避し、軟着陸に向かうとの見通しは、供給制約が徐々に解消されるという点が重要な前提となっている。世界経済は半導体などの部材、物流網、労働力、資源など多くの分野で供給が不足している。仮に、これらの供給制約が解消されない場合、高インフレが持続することで、金融引き締め政策が一段と強化され、景気後退に陥るおそれがある。金融引き締めが見送られたとしても、インフレの一段の高進が景気を悪化させる。これを踏まえて、今後の供給面の重要な論点として、①米欧の労働市場と賃金インフレ、②西側諸国のエネルギー調達と資源インフレ、③中国のコロナ対応と世

界供給網の3点を取りあげる。

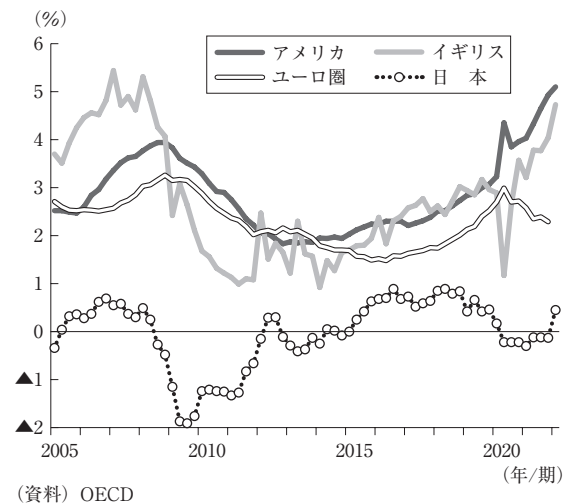
(1) 米欧の労働市場と賃金インフレ

米欧では、労働需給がひっ迫しており、賃金の上昇圧力が強まっている。労働需給のひっ迫は、景気回復による労働需要の強さだけではなく、労働供給の回復が遅れている点も大きく影響している。労働参加率は低迷しており、なかでも、アメリカとイギリスはコロナ前の水準を1%下回っている（図表21）。これを受けてアメリカとイギリスの賃金の伸び率は5%に達しており、ユーロ圏や日本の伸びを大きく上回っている（図表22）。労働コストの増加はサービス価格にも反映されているとみられ、消費者物価のサービスにおける基調的なインフレ率（3年前比年率）はアメリカとイギリスで上昇し始めている（図表23）。

(図表21) 労働参加率

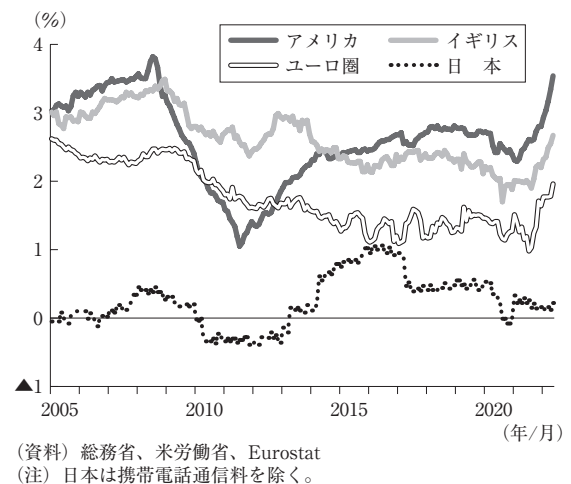


(図表22) 賃金（時給、3年前比年率）



アメリカでは、コロナ禍で移民が減少しているほか、高齢者の引退が早まっていることが労働供給を抑えている。実際、プライムエイジ（25歳から54歳）とは対照的に高齢者（55歳以上）の労働参加率は低迷している（図表24）。井上 [2021] は、アメリカの高齢者が引退を早めている背景として、コロナ流行による健康リスクの増大に加えて、資産価格の上昇による収入増加を指摘している。今後、国際間の労働移動が停滞を続けるほか、高齢者の職場復帰が実現しない場合、労働需給のひっ迫が長期化し、賃金と物価が相乗的に上昇するリスクに注意が必要である。イギリスでも、高

(図表23) 消費者物価（サービス、3年前比年率）



年齢者の引退が早まっているほか、EU離脱による移民制限も労働力不足を招いている。アメリカ以上にイギリスの労働供給の回復が遅れることが予想される。

ユーロ圏と日本は、米英と比べて労働需給のひっ迫感は小さい。ただし、ユーロ圏では、最近の妥結賃金が上昇しており、労働組合がインフレ見合いの賃上げ要求を強める可能性がある。日本でも、コロナ前から深刻な労働力不足に陥っていただけに、今後、経済が正常化するにつれて労働需給がひっ迫する可能性が高い。とくに対面型サービス業の需要回復で非正規雇用への需要が強まると予想され、賃金が相応に上昇すると考えられる。この動きが正規雇用の賃金に波及するかどうか、インフレの持続性を見極めるうえでのポイントとなる。

(図表24) アメリカの労働参加率



(2) 西側諸国のエネルギー調達と資源インフレ

ロシアによるウクライナへの軍事侵攻が世界経済を下押ししている。この悪影響はロシアとの経済関係が深い欧州諸国に加えて、日本を含む資源輸入国にも及んでいる。西側諸国が科した経済制裁の影響でロシア経済は悪化しており、対ロ輸出の減少を招いている。制裁の一環として、ロシア産資源の禁輸措置が打ち出されている点も、資源高を引き起こしている。アメリカは侵攻早々にロシア産資源の全面禁輸を打ち出したほか、イギリスと欧州連合 (EU) も石炭と石油の禁輸に踏み切っている (図表25)。これに追随して日本でも石炭と石油を原則として禁輸する方針を表明している。戦況次第では、禁輸措置の対象が天然ガスに広がる可能性も指摘されている。

今後は、西側諸国がロシア産資源を円滑に代替できるかどうか焦点となる。とくに、ロシア産資源への依存度が高い欧州では、エネルギー調達が円滑に進むかどうか不透明感が強い。松田 [2022] は、すでに禁輸が決定した原油の代替は短期的には可能と主張している。代替調達源として、①アメリカやOPEC諸国の増産、②欧州諸国による備蓄の放出、③中国・インドのロシア産原油へのシフトに伴う他

(図表25) 対ロシア資源への経済制裁

	石炭	原油	天然ガス
アメリカ	禁輸 (既契約には猶予期間)		
イギリス	禁輸 (2022年末までに実施)		—
EU	禁輸 (2022年8月から実施)	禁輸 (2022年末までに実施)	—
日本	禁輸 (段階的実施方針)	禁輸 (段階的実施方針)	—

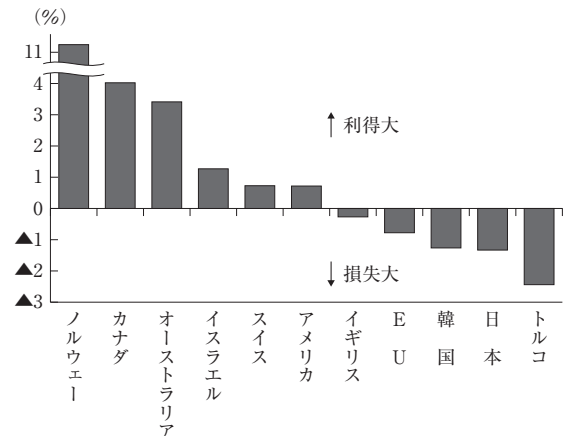
(資料) 各社報道をもとに日本総合研究所作成

国産原油の供給増加などが挙げられている。もっとも、天然ガスについては、生産国の偏りを背景に調達先が限られるほか、液化天然ガスの貯蔵施設が十分でないことから、ロシア産ガスの代替は当面難しいと指摘されている。中長期的にも、脱炭素の潮流のなかで、アメリカなどが供給能力を増強できるかどうかは不透明である。再生可能エネルギーなどへのシフトが十分でない場合、エネルギー供給が不足しがちとなる可能性がある。

ロシア産資源の禁輸で、代替需要が特定の国に集中し、一段の資源高を招くおそれもある。この場合、資源輸入国から資源輸出国へ所得移転が生じることになる。すでに2021年からの資源高により所得移転が生じている。OECD諸国のなかでは、ノルウェー、北米、豪州などの資源国で交易利得が生じた一方、EU諸国や東アジアなどの非資源国では交易損失が拡大した（図表26）。日本でも2021年度の交易損失が前年から10兆円増加し、多額の所得が海外に流出した。ロシア産資源の一段の禁輸措置はこの傾向を助長する公算が大きい。

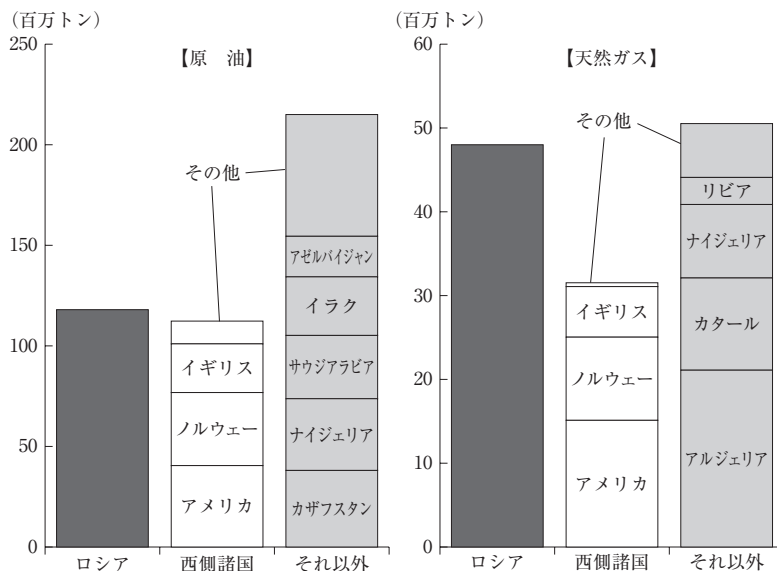
また、ロシア産資源の禁輸が新たな地政学リスクを生む可能性がある。EUでは、原油や天然ガスの主要な調達先は、内戦や紛争が多い中東やアフリカ諸国である（図表27）。西側諸国内で化石燃料を融通することが望ましいが、先述の通り、脱炭素との関係で供給能力の増強が難しい可能性がある。仮に、中東やアフリカ諸国からの輸入が増加すると、地政学リスクがロシアから他の地域に広がることになる。

（図表26） 交易利得の変化額（GDP比）



（資料） OECDより日本総合研究所作成
（注） 交易利得は2020年から2021年の変化額。

（図表27） EUの輸入量（2020年）



（資料） 国際連合

(3) 中国のコロナ政策と供給網の混乱

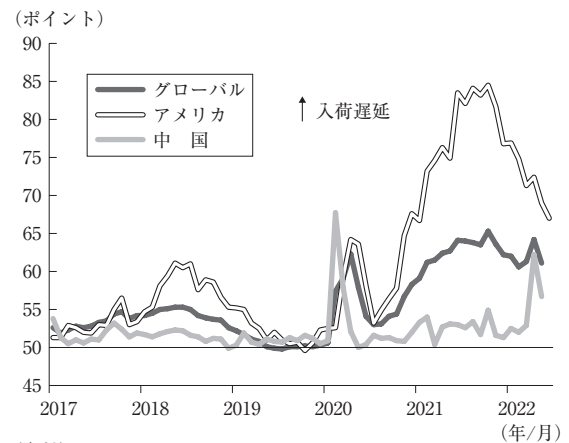
中国政府は2022年に入ってからゼロコロナ政策を強化しており、世界経済が下押しされた。春には、都市封鎖が発動された上海市をはじめ多くの地域で、厳しい行動制限が実施された。この影響で経済活動は需要と供給の両面で停滞し、4～6月期の中国経済は前期からマイナス成長に陥る見込みである。グローバルな供給網が混乱しており、自動車産業で部材の不足が生じるなど、世界の製造業生産にも悪影響が及んでいる。

中国の行動制限は5月から緩和方向にある。関[2022]によれば、厳格な行動制限を実施する省・市・自治区（全31地域）は5月半ばに8地域と4月の13地域から減少したほか、6月には上海市の都市封鎖が解除されるなど、経済活動は正常化される方向にある。供給制約も緩和されており、PMIによれば、4月の中国では製品の納期が遅延していると回答した企業が大幅に増加したが、5月には減少している（図表28）。

もっとも、中国政府は今後もゼロコロナ政策を継続する意向を示しており、経済への影響が大きい都市部の封鎖が今後も実施される可能性がある。中国の生産・物流の停滞は、アジアを中心とした

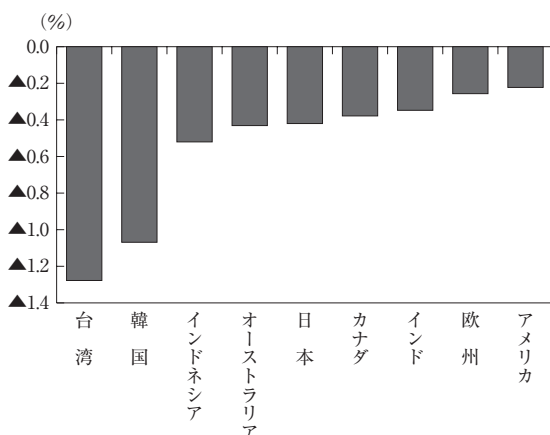
世界供給網を混乱させ、世界全体の減産圧力を強める。実際、国際産業連関表による試算によれば、中国の製造業と運輸業の供給が10%減少した場合、同国からの調達が多い韓国や台湾の生産は1%程度下振れるほか、日本の生産も0.4%下振れる計算になる（図表29）。産業別にみると、電気機械の減産圧力が大きいほか、一般機械や輸送機械などの加工型製造業で影響が大きい（図表30）。

(図表28) 製造業PMI・入荷遅延指数



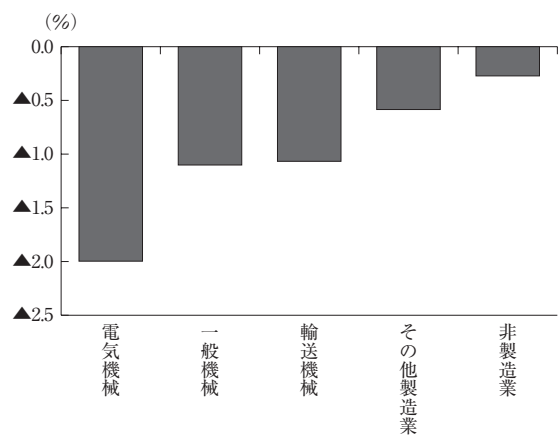
(資料) S&P Global
(注) 逆目盛で表示。

(図表29) 中国の供給10%減による減産率



(資料) World Input Output Table
(注) 中国の製造業と運輸業の供給が10%減少した場合の各国の生産減少率（全産業）。

(図表30) 中国の供給10%減による世界の減産率



(資料) World Input Output Table
(注) 中国の製造業と運輸業の供給が10%減少した場合の世界全体（中国除く）の生産減少率。

さらに、中国のコロナ対応にかかわらず、グローバルな供給網のひっ迫が持続しうる点にも注意が必要である。例えば、半導体の分野では、供給体制が整備されるまでになお時間を要するとの見方が多い。これまで増加してきた半導体製造装置の供給が最近鈍っており、同装置に使用する半導体の不足などがその要因として指摘されている。各国で建造されている半導体工場についても、稼働までに1～3年を要する見込みである。さらに、円滑な物流網の構築にも時間がかかるとみられる。イギリスのクラークソン・リサーチによると、2021年のコンテナ船の新規発注量は前年の4倍を超えているが、発注から実際に投入されるまでに2年程度かかるとされ、船舶の不足解消は早くとも2023年と考えられる。

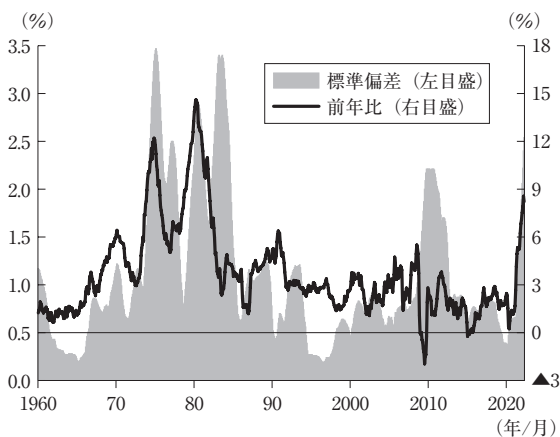
4. 中長期的なリスク

(1) 高インフレ常態化で高まる不確実性

供給制約が慢性化し、高インフレが常態化する可能性に注意が必要である。高インフレ期の特徴点の1つとして、インフレ率の振幅が大きくなり、不確実性が高まる点が挙げられる。これは「フリードマン=ボール仮説」として知られている。実際のデータを見ても、アメリカでは、オイルショックで石油製品の価格が高騰した1970～80年代において、インフレ率が高まるとともにインフレ率の標準偏差も上昇している（図表31）。世界全体のインフレ率についてもアメリカと同様の傾向があり、インフレ率が高い国ほど、その標準偏差も大きいという関係がある（図表32）。

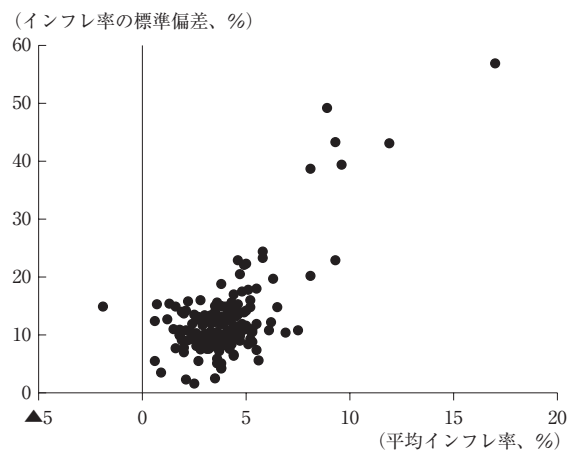
高インフレ局面でインフレ率の振幅が増す理由について、明確なコンセンサスはないが、今後の経済情勢を踏まえると、グローバル化の後退と金融政策の不明瞭化がインフレを巡る不確実性を高めるおそれがある。

（図表31）アメリカのインフレ率と標準偏差



（資料）米労働省
（注）インフレ率は消費者物価（総合）。標準偏差は過去3年間のデータで計算。

（図表32）インフレ率の平均値と標準偏差



（資料）Penn World Tableをもとに日本総合研究所作成
（注）対象は1970～2019年、183カ国。

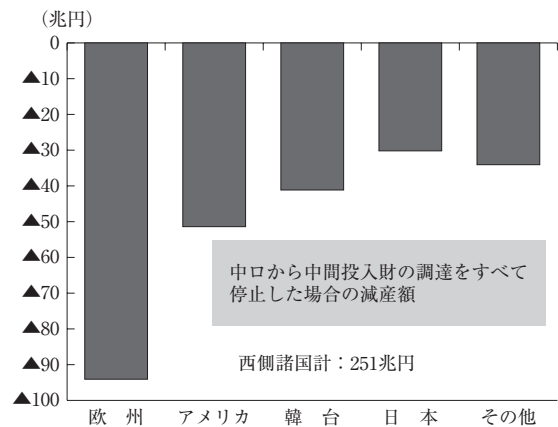
A. グローバル化の後退

グローバル化の後退がインフレ率の変動を高める経路として2点挙げられる。第1に、需給変動の拡大が挙げられる。グローバル化が後退して経済圏が縮小すると、供給者の減少で調達先の選択肢が狭ま

り、需要と供給のミスマッチが生じやすくなる可能性がある。この結果、需要と供給が均衡せずに需給ギャップが広がる。第2に、企業の価格設定行動の変化が挙げられる。経済圏が縮小すると企業間の競争が停滞し、コスト変動が価格に転嫁されやすくなる。先行研究でも、これまでにグローバル化が進んだ結果、企業間競争が激化したことでフィリップス曲線の傾き（需給変動に対する価格の感応度）が低下したと主張されている。

現在、西側諸国による中国・ロシアとのデカップリングに向けた動きが進んでおり、グローバル化の後退が懸念される。国際産業連関表によると、仮に、中国とロシアから資源や部品などすべての中間財の調達を停止した場合、西側諸国は年間251兆円の減産を強いられる計算になる（図表33）。なかでも欧州は100兆円弱、日本・韓国・台湾の合計で70兆円にのぼる。この結果は、西側諸国と中国・ロシアとの経済関係は極めて深く、供給網の再構築には相当の時間とコストが必要となることを意味している。西側諸国と中国・ロシアとの間で分断が急速に進むと、経済は著しく不安定化し、インフレ率の変動が激しくなる可能性がある。

（図表33）中ロ調達を停止した場合の減産額



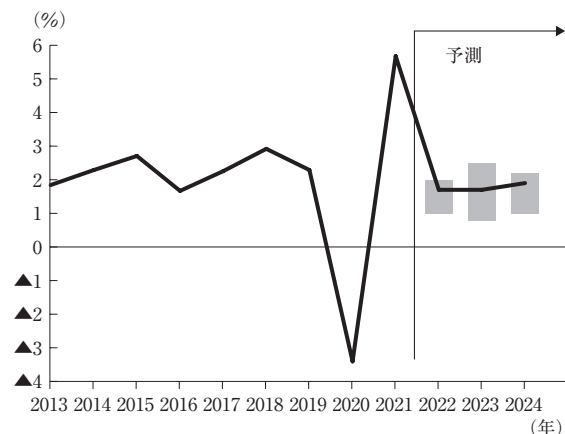
（資料） World Input Output Table
 （注） 韓台は韓国と台湾。その他はオーストラリア、カナダ、メキシコ、トルコ。

B. 金融政策の不明瞭化

高インフレ期には、中央銀行の金融政策スタンスが不明瞭となりやすく、インフレ率の変動が高まりうる。とくに、供給不足で高インフレが生じると、景気と物価のトレードオフが大きくなることから、中央銀行には物価の安定を後回しにして景気の安定を優先する誘因が生じる。この結果、金融引き締めが不十分となり、インフレ率の振幅が大きくなることが考えられる。

最近のアメリカでは、連邦準備制度理事会（FRB）が、高インフレの沈静化を目指して積極的に利上げを進める意向を示している。ただし、FRBは、急ピッチの利上げでも景気後退を回避できる旨を強調しており、今後の政策スタンスが不明瞭となる余地がある。連邦公開市場委員会（FOMC）参加メンバーの見通しによれば、2%台半ばとされる中立金利を超えて政策金利が引き上げられると予想されているにもかかわらず、経済成長率は1~2%で推移するとの見通しが大半を占めており、明確な景気後退を予想する参加者は少ない（図表34）。利上げを進める過程で予想

（図表34）米FOMC参加者の経済成長率見通し



（資料） 米連邦準備制度理事会
 （注） 見通しは2022年6月時点。見通し期間は10~12月期の前年比。

以上に景気が悪化した場合、FRBによるインフレ抑制スタンスが揺らぐことがないかどうかには注意を要する。

(2) 不確実性の高まりで成長率低下

インフレ率の変動が激しくなると経済成長率が低下する可能性がある。この経路として、①企業や家計が将来収益や所得を見通すことが難しくなり、支出を手控えて貯蓄する動機が高まるほか、②リスクプレミアムの拡大で金利が上昇し、消費や投資が減少することが指摘されている。西岡 [2022b] では、1970年代から2010年代の5期間（10年単位）を対象に、世界180カ国の経済成長率がどういった要因から影響を受けたかを推計したところ、インフレ率の標準偏差は経済成長率を有意に押し下げるとの結果が示されている。この推計結果をもとに試算すると、仮に2020年代のインフレ率の標準偏差が1980年代並みの水準に上昇する場合、経済成長率は世界全体で年率▲0.2%ポイント弱、先進国で▲0.3%ポイント引き下げられる計算になる（図表35）。アメリカや欧州の潜在成長率が1～2%とされていることを踏まえると、この押し下げ効果は大きいと言えよう。

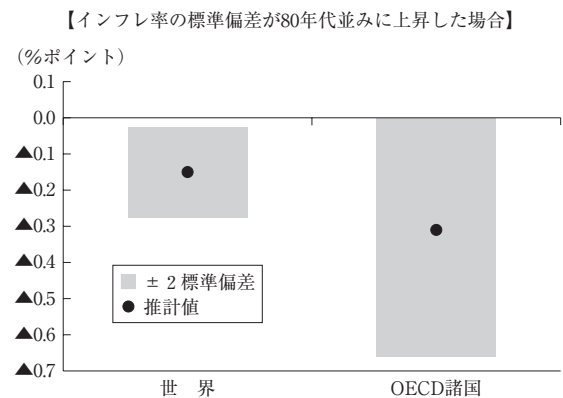
このような結果を勘案すると、安定した供給網を再整備することでインフレを鎮静化させることはもとより、国際間の協調体制や取引ルールの整備などを通じて経済圏の分断を回避し、グローバルな経済体制を維持する取り組みが物価を安定させるために重要である。さらに、中央銀行が物価安定に向けて政策スタンスの透明性を一段と高めることも不可欠である。持続的な経済成長を実現するためにも各国の政策当局には、高インフレの定着を防止するとともに、インフレを巡る不確実性を低減させる政策運営上の視点が求められる。

(2022. 7. 4)

参考文献

- ・井上肇 [2021]. 「米国の深刻な人手不足は今後緩和へ：克服のカギは働き盛り世代の復帰」、日本総合研究所、リサーチ・フォーカス、No.2021-036
- ・関辰一 [2022]. 「中国経済は都市封鎖の打撃から回復の兆し」、日本総合研究所、アジアマンスリー、2022年6月号、Vol.22、No.255、pp.1-2
- ・西岡慎一 [2022a]. 「世界的な耐久財インフレ、米国消費が主導：大規模な財政・金融政策と消費行動の変化が背景」、日本総合研究所、リサーチ・フォーカス、No.2021-053

(図表35) 経済成長率の下振れ幅



(資料) 西岡 [2022b] より抜粋

(注) インフレ率の標準偏差が2010年代の水準から1980年代の水準に上昇した場合の実質GDP成長率の下振れ幅。

- ・西岡慎一 [2022b]. 「物価乱高下で世界経済の停滞も一求められる経済分断の回避と金融政策の透明性」、日本総合研究所、リサーチ・フォーカス、No.2022-015
- ・松田健太郎 [2022]. 「原油の供給不足は長期化の懸念」、日本総合研究所、リサーチ・フォーカス、No.2022-016