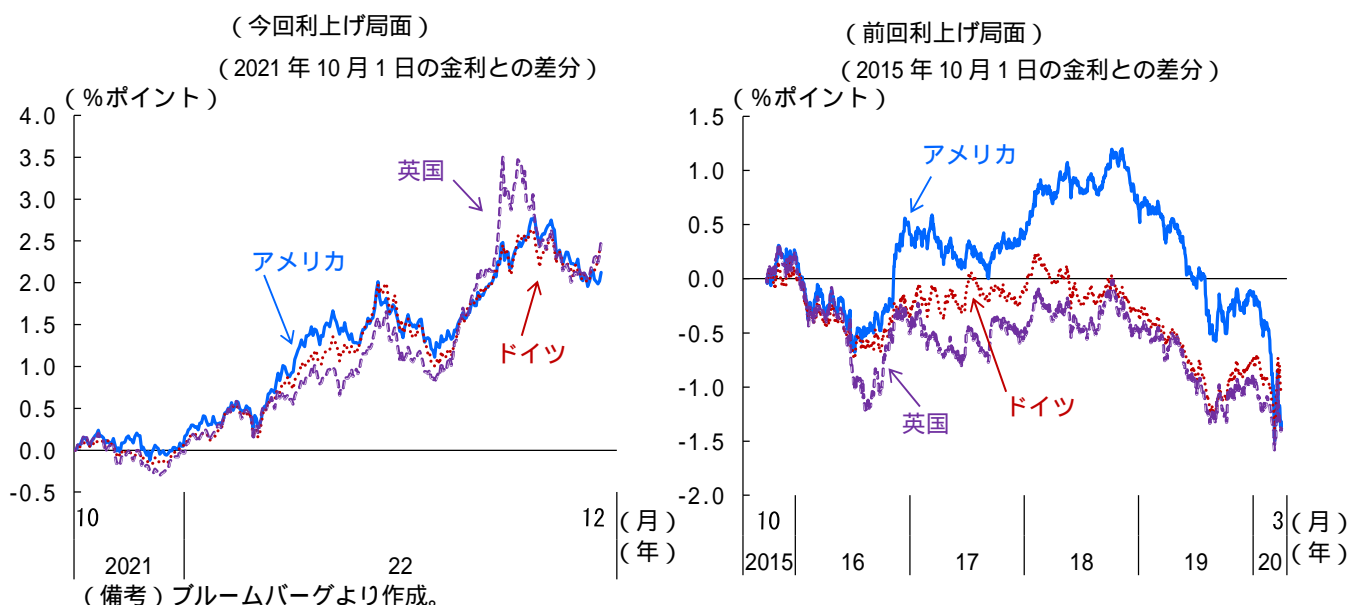


(長期金利は急速に上昇し、住宅需要は減少)

このような政策金利の引上げや保有資産の削減を受けて、長期金利は2022年初から上昇傾向となり、特に夏から10月にかけては欧米中銀がそろって政策金利を大幅に引き上げたことなどから、2022年10月頃にかけて長期金利が3%ポイント以上上昇した。なお、アメリカの前回の利上げ局面(2015年末~2019年半ば)では約3年かけて1%ポイント長期金利が上昇していることから、今回は長期金利の上昇ペースも急速であったことが確認できる(第1-1-11図)。このような長期金利の急上昇はアメリカにおいては住宅ローン金利を通じて住宅需要を減少させているが(後述の2節を参照)、ユーロ圏や英国においても同様の効果が見込まれている。

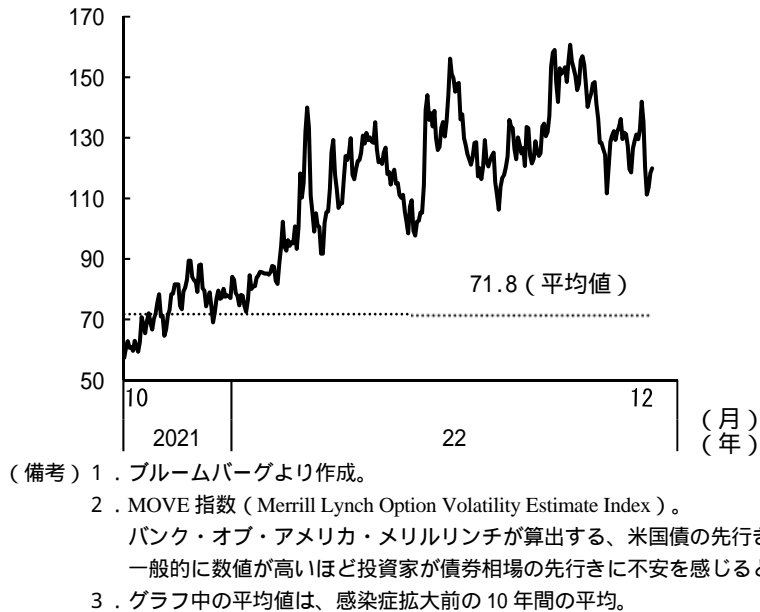
第1-1-11図 欧米先進国10年物国債金利の変動幅



(金融引締めに伴う副次的な影響に留意が必要)

今回の金融引締め局面においては、英国の物価対策に関連する市場の混乱、イタリア等の国債利回りとドイツ国債利回りの差が広がる状況、長期金利の急速な上昇、アメリカにおける国債価格の変動リスクの高まり(第1-1-12図)及び新興国等におけるドル高・各国通貨安や資金流入の変動(後述の4項(3)国際金融環境を参照)といった金融市場における副次的な影響がみられている。今後とも欧米中銀においては政策金利の引上げが見込まれるとともに、ECBにおいても量的引締めが開始される予定となっており、金融市場には更なる副次的な影響が生じる可能性がある。このような影響は实体经济にも伝播する可能性が否定できないところ、今後とも金融市場の動向を注視する必要がある。

第1-1-12図 国債価格のボラティリティ



3. 世界経済の動向と背景

このように物価上昇率が高い状況において急速な金融引締めが行われた中、世界経済はどのように推移してきたのだろうか。以下では実質GDP成長率及び主要な需要項目等から現在の経済動向を確認し、2節において地域ごとにより詳細な分析を行う。

(1) 先進国

(アメリカはユーロ圏や英国に比べ回復力が強い)

まず、先進国における経済動向を確認する。先進国の実質GDPをみると、2022年7 - 9月期はアメリカ及びユーロ圏はプラス成長となりながらも、アメリカはユーロ圏に比べ相対的に回復力が強く、英国は2022年7 - 9月期に若干のマイナス成長となり足踏み状態となった(第1-1-13図)。感染症拡大前と比べると、実質GDPはおおむね感染症拡大前の水準を回復している。

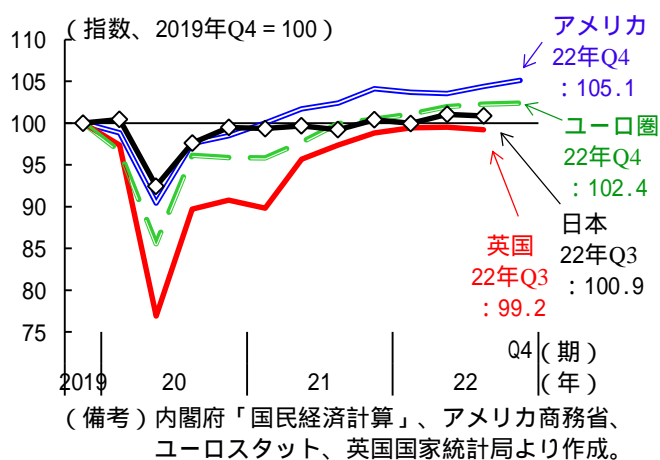
需要項目別にみると、2022年4 - 6月期、7 - 9月期は、個人消費はサービス消費を中心に回復しているが、消費者物価上昇率の違いなどを背景に、アメリカでは持ち直しの動きが続いているものの、ユーロ圏においては持ち直しに足踏みがみられ、また英国においては弱含んでいる。設備投資はアメリカ及びユーロ圏ではR&Dやソフトウェアといった知的財産生産物を中心に持ち直しているものの、英国においては横ばいとなるなど、内需の主要項目は、相対的にアメリカの回復力が強い状況となっている。

また、貿易面をみると、2022年4 - 6月期、7 - 9月期は、輸出においては、アメリカは原油や天然ガス等の工業原材料を中心に底堅く推移する一方、ユーロ圏及び英国は持ち直しから減速傾向となった。輸入においてはアメリカ、ユーロ圏及び英国においても頭打ちとなっている（第1-1-14図）。

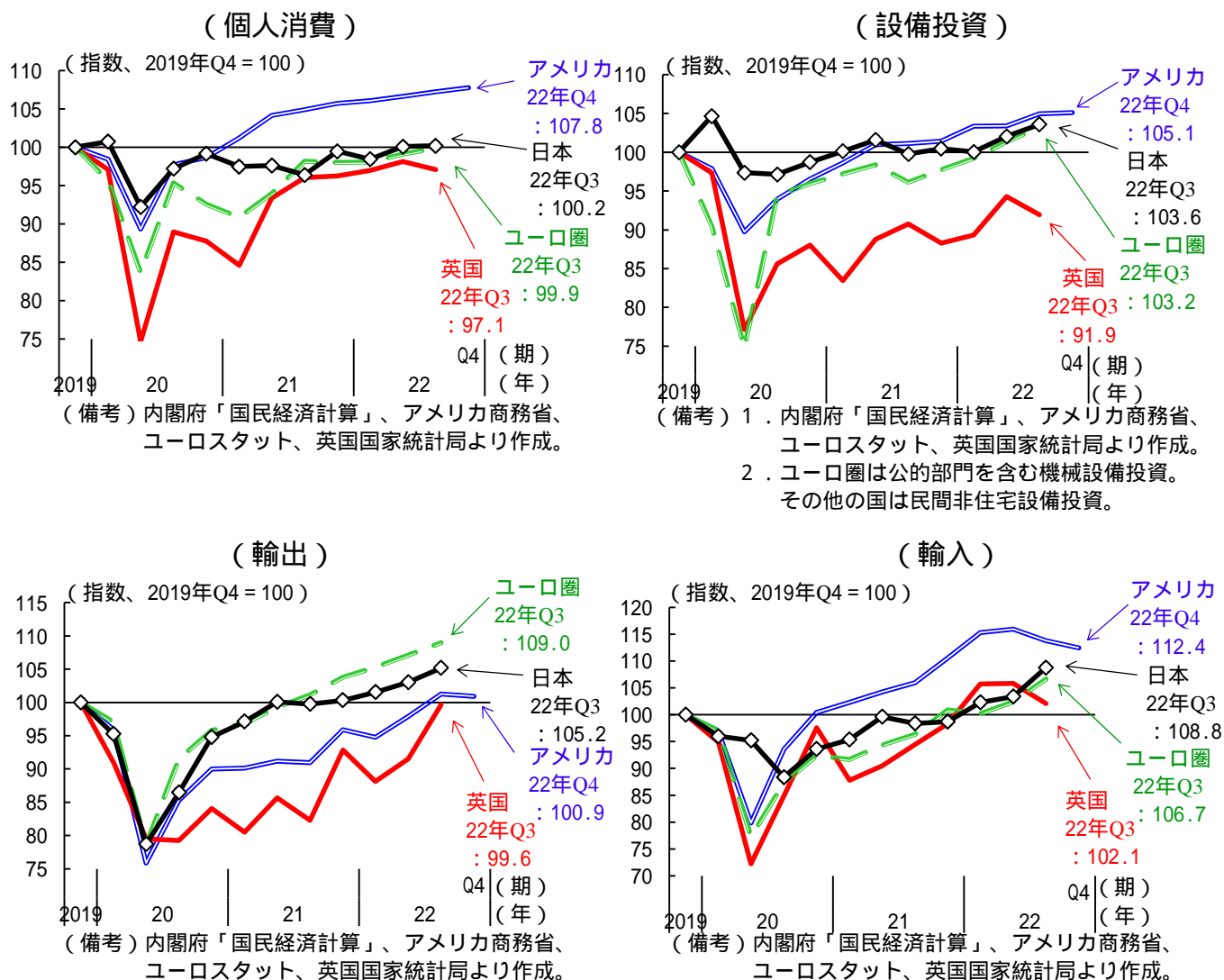
なお、2022年10 - 12月期においては、アメリカは貿易面においては減速感がみられるものの、個人消費と設備投資は引き続き持ち直しており、プラス成長を維持している。ユーロ圏においても10 - 12月期は引き続きプラス成長を維持しているが、アメリカの回復力が相対的に強い状況が続いている。

このようなアメリカとユーロ圏及び英国の経済動向の背景には、(i)経済活動の再開の進展、(ii)雇用の安定、(iii)感染症対策等により形成された貯蓄超過の取崩しと物価高騰対策（5節にて詳述）という回復要因がある一方で、回復力の違いの背景としては、物価上昇率の違いに加えて、(iv)エネルギー価格高騰等による交易条件の改善及び悪化、が考えられることから、以下において確認する。

第1-1-13図 先進国の実質GDP



第1-1-14図 先進国の実質GDP 需要項目別の動向



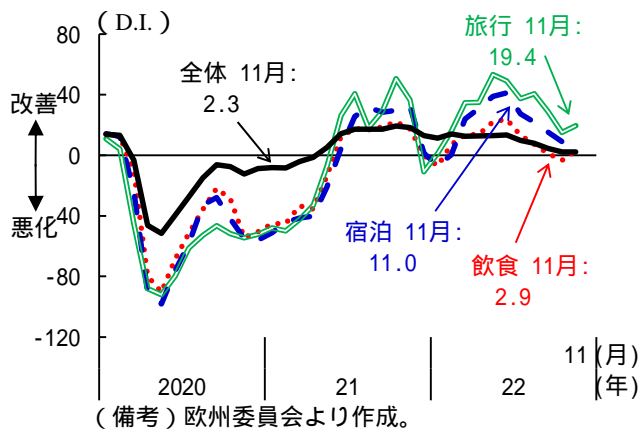
(経済活動の再開の進展)

2021年前半にワクチン接種が進展したことにより、ユーロ圏においては2021年夏頃に経済活動の再開に伴って旅行代理店、宿泊業、飲食サービス業を含むサービス業の景況感が大きく改善した。その後、季節的な変動に加えて、変異株の感染拡大に伴う一時的な行動制限等による低下を伴いながらも、2022年4 - 6月期にかけて改善している。また、7 - 9月期も、物価上昇による可処分所得の減少がみられる中においても夏季の旅行需要が堅調であったことから、サービス業の景況感は減速しながらも改善を続けた。10 - 12月期に入っても底堅く推移していることから、経済活動の再開の進展が消費を支えていることがうかがえる(第1-1-15図)。

また、感染症拡大を受けて実施が先送りされていた設備投資も回復しており、アメリ

力やユーロ圏においては知的財産生産物を中心に増加がみられている（地域別の詳細は後述の2節を参照）。

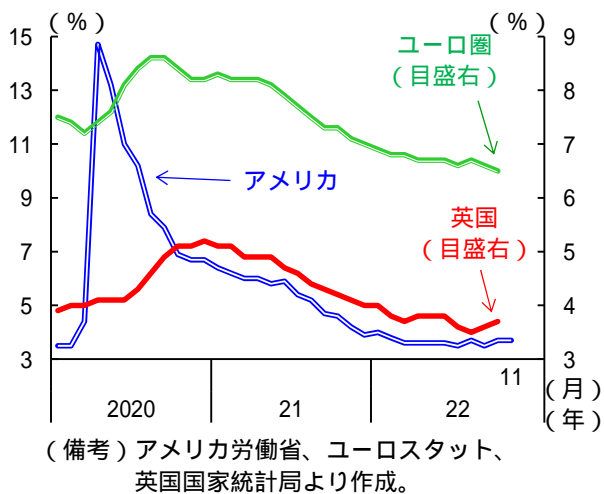
第1-1-15図 ユーロ圏サービス業景況感



（雇用は安定）

雇用情勢について、主要国の失業率をみると、ユーロ圏と英国では2021年末頃には感染症拡大前（2020年3月）の水準を下回り、緩やかな減少傾向が続いている。アメリカも2022年夏頃までに感染症拡大前（2020年2月）とほぼ同水準まで低下した後、同水準で推移している（第1-1-16図）。このように雇用は安定しており、労働市場の引締まりを受けた名目賃金の上昇（地域別の詳細は後述の2節を参照）が消費の下支えに寄与している。

第1-1-16図 欧米の失業率



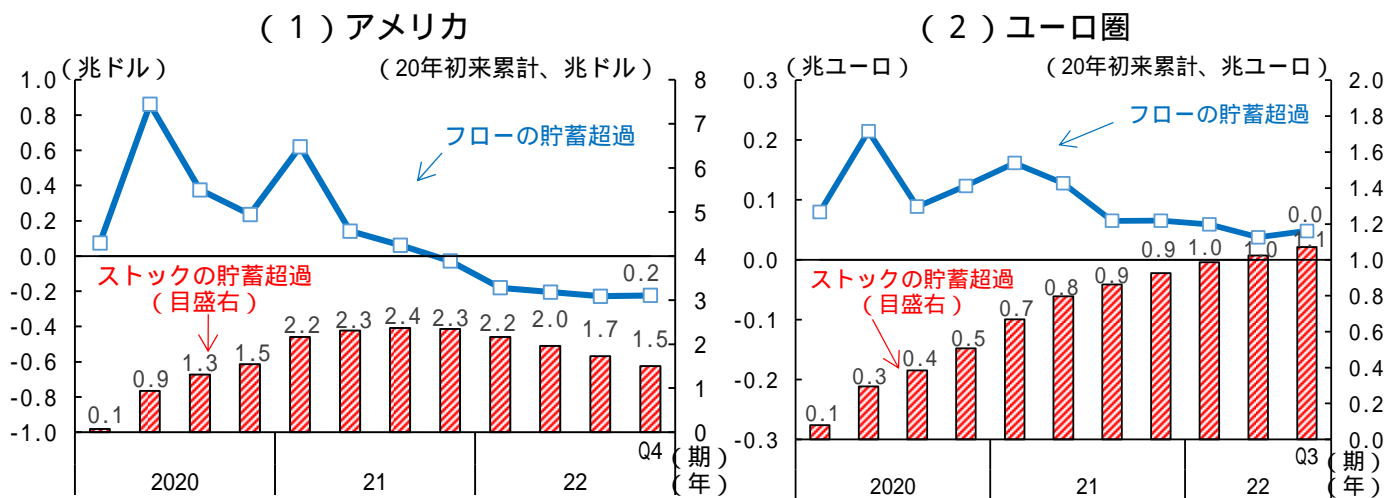
(感染症対策等により形成された貯蓄超過は、アメリカでは取崩しが進み消費を下支え)

アメリカ及びユーロ圏においては、感染症対策の一環としての現金給付等の政策の下支えや消費の抑制により、家計貯蓄の増加(貯蓄超過)が2020年以降みられるようになった¹⁶。

コロナ禍前(2019年)のフローの貯蓄額からのかい離を積み上げて推計した貯蓄超過ストックはアメリカにおいては2021年7-9月期にかけて約2.4兆ドル(対GDP比約12%)まで積み増されてきたが、物価上昇率が一段と上昇し始める2021年10-12月期より0.1~0.3兆ドルずつ取り崩す動きがみられており、物価上昇下にあっても堅調な消費の下支えに寄与していると考えられる。

一方でユーロ圏においては緩やかではあるものの貯蓄超過を積み増す動きが引き続きみられ、2022年4-6月期では約1.0兆ユーロ(対GDP比約9%)まで積み増されており、また物価上昇による目減りもユーロ圏では大きいことから、消費の下支えには寄与していないものと考えられる¹⁷(第1-1-17図)。

第1-1-17図 主要国の家計の貯蓄超過



- (備考) 1. アメリカ商務省、ユーロスタットより作成。
 2. 貯蓄超過(フロー、ストック)の前提となる各四半期の貯蓄額は、アメリカは、家計可処分所得(年換算額)を4で除した数値と、家計最終消費支出(年換算額)を4で除した数値の差。ユーロ圏は、各四半期における家計可処分所得と家計最終消費支出の差。
 3. アメリカの各四半期の貯蓄額の前提となる家計可処分所得は、当局公表値から個人の利子支払及び経常移転支出を除いた数値を使用。

(交易条件はアメリカでは改善し所得流入、ユーロ圏では悪化し所得流出)

他方、交易条件の改善ないし悪化の違いが回復力の違いの背景にあると考えられる。

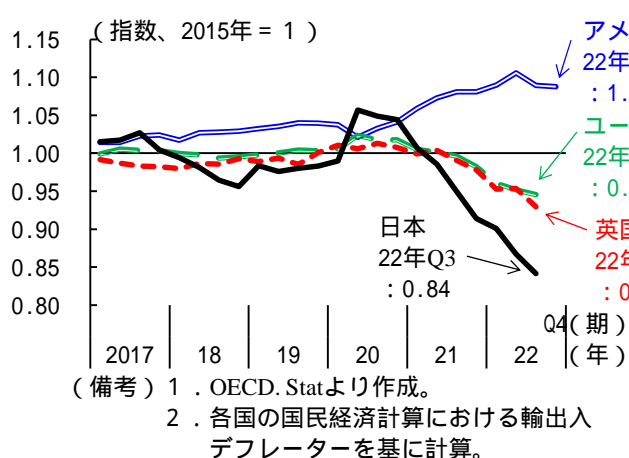
¹⁶ 詳細な分析は内閣府(2022b)参照。

¹⁷ Aladangady, A. et al. (2022)

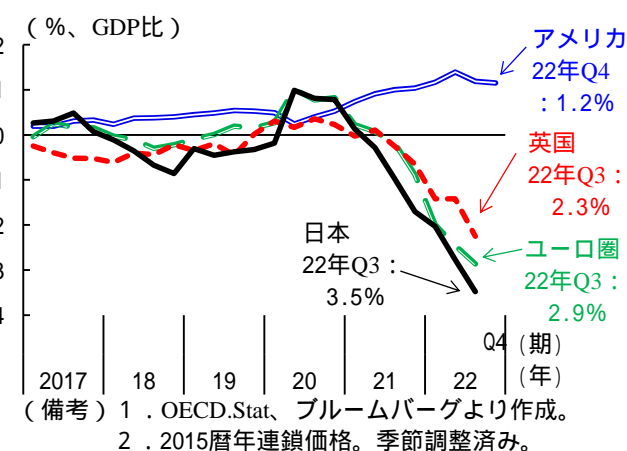
アメリカは2020年半ば以降、食料品やエネルギーを中心に交易条件は改善傾向にあったことに加え、2022年に入りウクライナ情勢を背景としたエネルギー価格高騰等を受けて交易条件が更に改善し、海外からの所得流入が増加した。

一方、ユーロ圏及び英国は2021年後半にはエネルギー価格上昇に伴い交易条件が既に悪化していたことに加え、2022年になりウクライナ情勢によりエネルギー価格が高騰したこと等を受けて交易条件が更に悪化し、所得流出が拡大している（第1-1-18図、第1-1-19図）。

第1-1-18図 先進国の交易条件



第1-1-19図 先進国の実質交易利得・損失

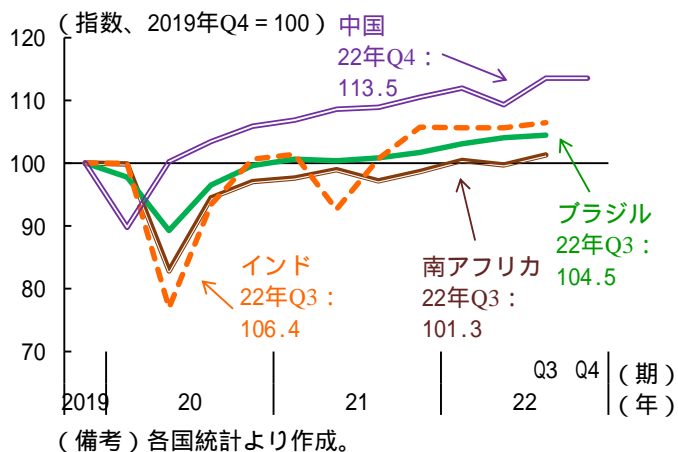


(2) 新興国

(新興国は感染拡大前の実質GDP等の水準を回復)

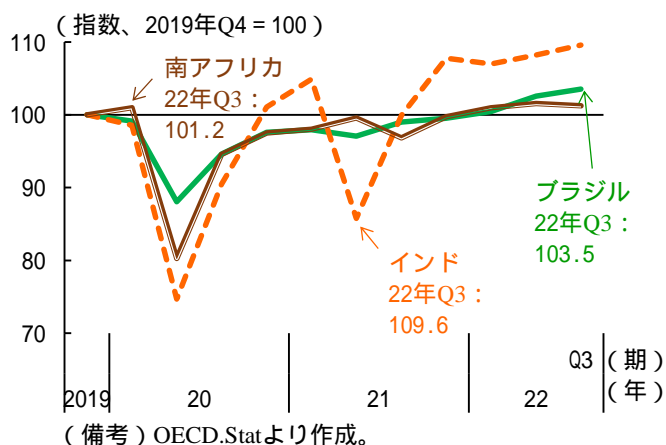
続いて、新興国に目を向けると、中国では、2022年4 - 6月期には感染症拡大により一部地方の経済活動が抑制されたことで持ち直しの動きに足踏みがみられたものの、7 - 9月期は猛暑と水不足を背景とした電力制限が一部地域で発生した中でも、インフラ投資や自動車販売の促進等を背景に、実質GDP成長率が前年比・前期比共に+3.9%となるなど持ち直しの動きがみられた。その後、10 - 12月期は感染症再拡大の影響から、輸出を含む各種指標に弱さがみられることとなり、実質GDP成長率は前年同期比+2.9%、前期比+0.0%と減速し、2022年通年の成長率は前年比+3.0%にとどまった。その他の主な新興国では、いずれも7 - 9月期の実質GDP成長率が、インドで前年比+5.7%、ブラジルで同+3.6%、南アフリカで同+4.2%となり、これらの国々の実質GDPおよび需要項目別内訳はおおむね感染症拡大前の水準を回復した（第1-1-20図、第1-1-21図）。

第1-1-20図 新興国の実質GDP

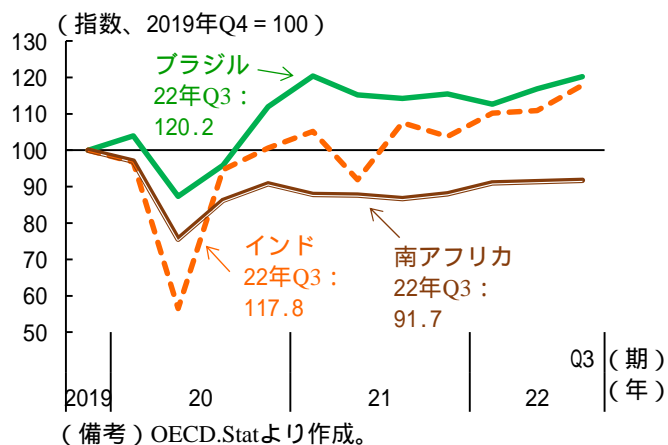


第1-1-21図 新興国の実質GDP 需要項目別の動向

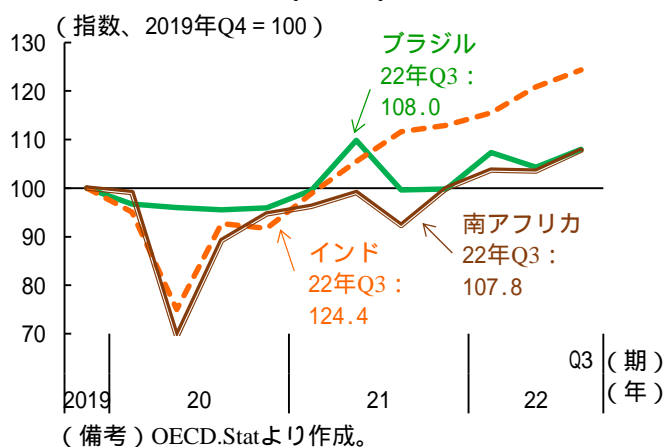
(個人消費)



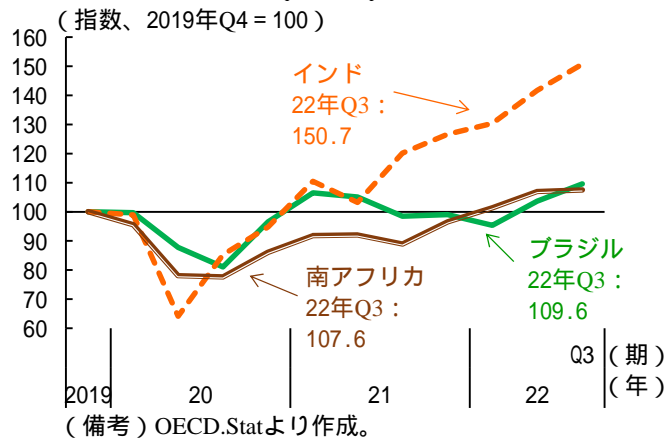
(設備投資)



(輸出)



(輸入)



(3) 世界経済

(世界経済は2022年後半にかけては総じて底堅い動き)

このように先進国及び新興国の実質GDPはおおむねプラス成長を維持するとともに、感染症拡大前の水準を回復している。先進国においては、経済活動再開の継続や雇用の安定に加え、政策等により形成された貯蓄超過はアメリカにおいて消費を下支えし、欧州では物価高騰対策が進められている。こうした中で世界経済は2022年後半にかけては総じて底堅い動きがみられた。一方で、物価上昇率がより高いことと、エネルギー価格高騰に伴う交易条件の悪化により、ユーロ圏及び英国の回復力はアメリカとは異なる点には留意が必要である。

4 . 世界経済の先行き

本項では経済活動の先行きにつき各種指標から確認し、主要国際機関による見通しを整理した上で、国際金融環境について整理する。

(1) 経済指標の動き

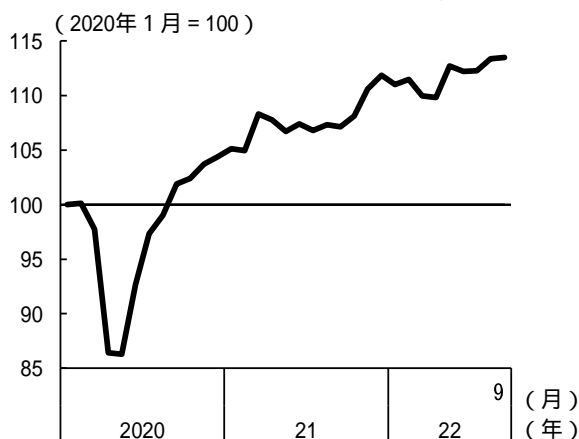
(財貿易は横ばいとなり、国際輸送コストは弱い動き)

まず世界の財貿易量の動向をみると、中国の防疫措置の一部緩和を受けて5月に増加したものの、半導体の需要鈍化や中国経済の減速等を受けて、2022年後半の財貿易量は横ばいで推移している(第1-1-22図)。こうした貿易量の伸び悩みを背景に、世界の鉱工業生産も2022年後半は横ばいで推移している(第1-1-23図)。

国際輸送コストを表すバルチック指数の動向をみると、海運指数¹⁸は2022年5月下旬にかけて上昇したものの、11月末にはロシアによるウクライナ侵攻以前の水準を下回り、2021年2月上旬頃の水準まで低下している(第1-1-24(1)図)。空運指数は2021年9月以降に上昇傾向となった後、2022年前半は高い水準で推移したものの、2022年7月以降は低下傾向となり、11月末には2021年8月末の水準までおおむね低下した(第1-1-24(2)図)。いずれも感染症拡大以前の水準よりは高いものの、このような国際輸送コストの低下は貿易財の価格低下を通じて今後各国の物価上昇率を引き下げることが考えられる。

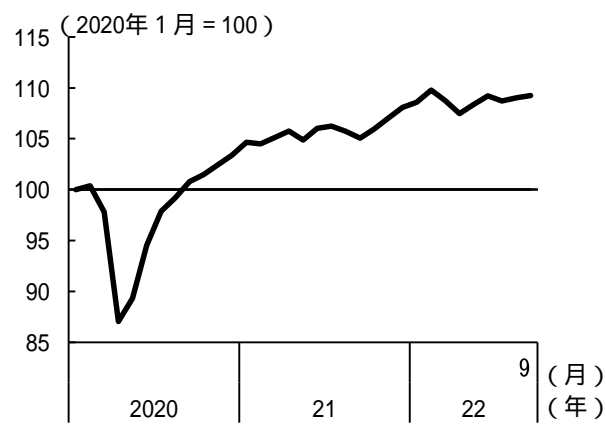
¹⁸ Carrière-Swallow, Y. et al. (2022)では、1992年から2021年の間にバルチック海運指数で測定される世界的な輸送コストのショックが国内物価に与える影響を国別パネルデータで分析している。結果として、バルチック海運指数が上昇すると、輸入物価、生産者物価、消費者物価、予想インフレ率が統計的に有意に上昇することが示された。また、バルチック海運指数の上昇が各物価に与える影響は、世界的な原油価格や食料価格の上昇と同程度の大きさだが、より持続的であることが分かった。さらに、国内消費に占める輸入の割合が低い国や、インフレターゲットにより予想インフレ率がよりアンカーされている国では、バルチック海運指数上昇による各物価への影響はより小さくなった。

第1-1-22図 世界の財貿易量



(備考) 1. オランダ経済分析総局より作成。
2. 季節調整値。

第1-1-23図 世界の鉱工業生産



(備考) 1. オランダ経済分析総局より作成。
2. 季節調整値。

第1-1-24図 国際運送コスト（バルチック指数）

(1) 海運



(備考) ブルームバーグより作成。

(2) 空運

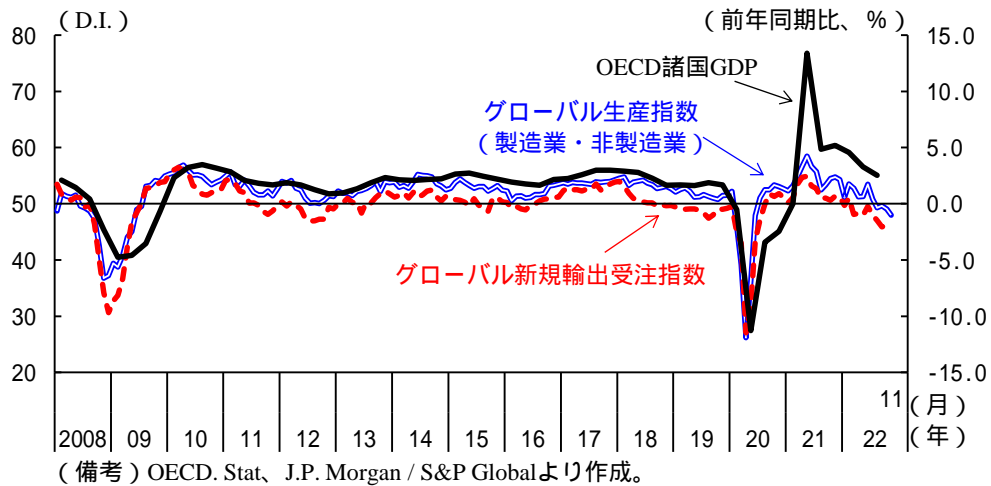


(備考) Baltic/ TAC dataより作成。
フランクフルト発の空運指数。

(マインド指標は景気の減速を示唆)

次に、国際的な景気動向を反映するマインド指標であるグローバルPMIをみると、2022年3月以降、新規輸出受注指数（製造業）は分岐点の50を下回って推移している。また、生産指数（製造業・非製造業）は8月以降、50を下回って推移している。これらの指標の2008年のリーマンショック以降の推移をみると、OECD諸国全体でのGDPの前年同期比とおおむね一致または先行する傾向がみられている。2022年後半までは世界経済は総じてみれば底堅さがみられたものの、マインド指標が低下していることに鑑みれば、今後景気が減速する国や地域が増える可能性があると考えられる（第1-1-25図）。

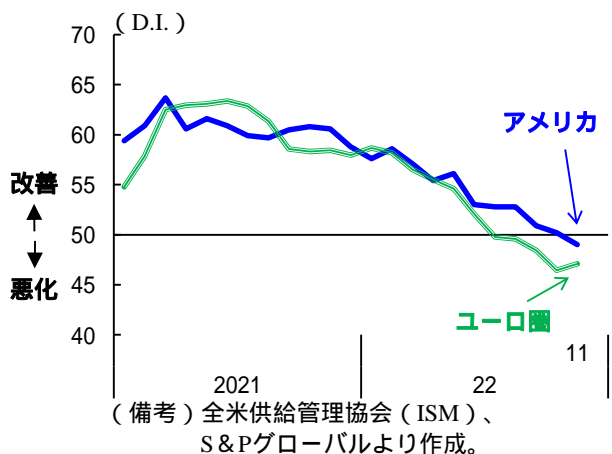
第1-1-25図 グローバルPMIの推移



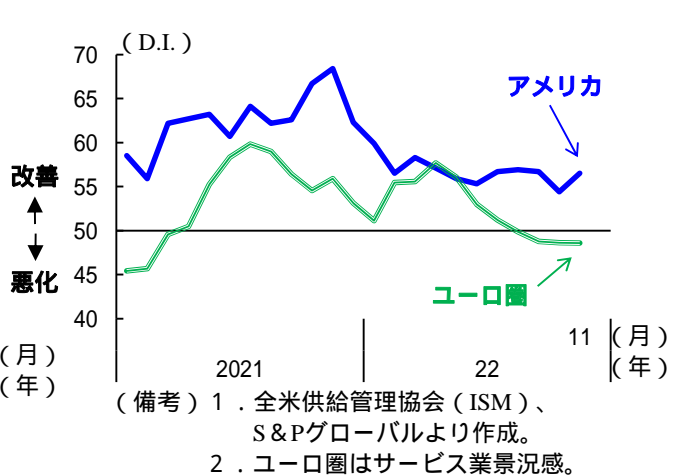
さらに、欧米企業の景況感をみると、製造業に関しては、2021年後半には景況感は緩やかな低下基調となり、特にユーロ圏は天然ガス価格の高騰等の影響を受けてアメリカよりも相対的に景況感が悪化し、2022年夏以降は分岐点の50を下回ることとなった。ユーロ圏に続き、11月にはアメリカも50を下回ることとなった（第1-1-26図）。

また、非製造業に関しては、アメリカでは底堅い新規受注や入荷遅延の改善等を背景に、景況感が50を上回って推移しているが、ユーロ圏においては製造業と同様に天然ガス価格の高騰等の影響から2022年夏以降は50を下回ることとなった（第1-1-27図）。

第1-1-26図 欧米の製造業景況感

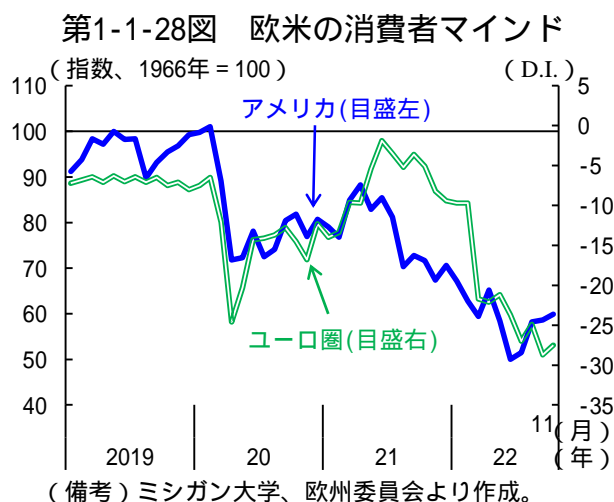


第1-1-27図 欧米の非製造業景況感



他方、企業だけでなく、消費者の観点から景気の先行きを考えるために、欧米の消費者マインドをみると、アメリカでは消費者物価上昇率が夏以降は低下傾向で推移していること等を背景に、2022年後半は消費者マインドが横ばいで推移している。一方、ユー

口圏の消費者マインドは、消費者物価上昇率の上昇の持続を背景に、2022年を通して悪化傾向が続いている（第1-1-28図）。



(2) 国際機関の見通し

(成長率見通しは下方修正から上方修正に)

続いて、2023年の世界経済及び各国経済について、国際機関の成長率見通しをみると、物価上昇等を受けて従来の見通しから下方修正が続いていたが、IMFの最新の見通しでは英国以外は総じて上方修正された（第1-1-29表）。10月に公表されたIMF (2022d)では、(i)多くの地域における金融引締めの影響、(ii)中国経済の急減速、(iii)ロシアから欧州へのガス供給削減等を踏まえ、7月の見通しから2023年の成長見通しが一段と下方修正された¹⁹。しかし、1月に公表されたIMF (2023a)では、(i)2022年後半の予想以上に堅調であった欧米等の国内需要のキャリーオーバー効果²⁰、(ii)経済活動の再開による中国経済の回復、等の結果、2023年の世界全体の成長率は2.9%と、7月に公表されたIMF (2022c)と同程度まで上方修正となった²¹。なお、IMF (2022d)

¹⁹ 主な国別では、(i)アメリカは、実質可処分所得の低下による個人消費の減少、速いペースでの金融引締めによる住宅投資の抑制を踏まえ、2022年見通しを0.7%ポイント引下げ、(ii)ユーロ圏は、ロシアからのガス供給削減、ECBの金融引締めを踏まえ、2023年見通しを0.7%ポイント引下げ、(iii)中国は、複数地域におけるロックダウン、不動産問題の悪化を踏まえ、2022年見通しを0.1%ポイント引下げ、2023年見通しを0.2%ポイント引下げとなった。

²⁰ キャリーオーバー効果とは、ある年の四半期のGDP水準がすべて前年10 - 12月期の水準と同じであったと仮定したときに、その年のGDP水準が前年の水準からどの程度増加するのかを表している。ここでは2022年後半の成長率が比較的高かったことから、2022年10 - 12月期の年換算GDP水準が2022年のGDP水準と比べて相対的に高く、2023年の各四半期のGDP水準が2022年10 - 12月期と同値であったとしても、2023年のGDP水準は2022年よりも高くなることを意味する。したがって、2022年後半のキャリーオーバー効果がある分、2023年内のGDP増加分よりも2023年の成長率は高めに計算されることとなる。

²¹ IMF (2022c)の内容について詳しくは内閣府 (2022b) を参照。

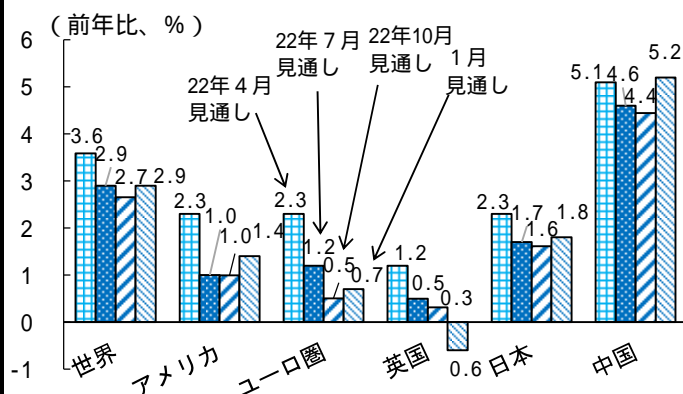
は、世界経済は下方リスクの方が支配的であると指摘しているが²²、後述する脱炭素やサプライチェーン強化に向けた設備投資関連の動きについては上方リスクとしている。これに加え、IMF (2023a)は、上方リスクとして貯蓄超過を原資としたサービス消費の回復や、早期の物価上昇率低下の可能性等を指摘した上で、下方リスクの方が依然として大きいものの、その程度はIMF (2022d)よりも緩和しているとしている。

第1-1-29表 IMFによる世界及び各国の実質GDP成長率見通し（2023年1月）

（前年比、％）

	2021年 [実績]	22年	23年
世界	6.2	3.4	2.9
先進国	5.4	2.7	1.2
アメリカ	5.9	2.0	1.4
ユーロ圏	5.3	3.5	0.7
英国	7.6	4.1	0.6
日本	2.1	1.4	1.8
新興国	6.7	3.9	4.0
中国	8.4	3.0	5.2
ロシア	4.7	2.2	0.3

（2023年成長率 過去の見通しとの比較）



（備考）1．IMF (2022b), IMF (2022c), IMF (2022d), IMF (2023a)より作成。

2．先進国はG7、ユーロ圏及び以下の国。新興国はその他の国。

アンドラ、オーストリア、チェコ、デンマーク、香港、アイスランド、イスラエル、韓国、マカオ、ニュージーランド、ノルウェー、プエルトリコ、サンマリノ、シンガポール、スウェーデン、スイス、台湾

（物価上昇率の見通しは上方修正）

一方、IMF (2022d)においては、2022年、2023年の物価上昇率見通しが上方修正された（第1-1-30表）。その背景としては、感染症の収束に伴う需要回復、財需要から観光等のサービス需要へのリバランス、国際商品市場における食料・エネルギー価格の上昇が消費者価格に遅れて波及すること等が指摘された。また、国・地域ごとに状況は異なり、欧州ではウクライナ情勢を受けた食料・エネルギー価格の高騰が主な物価上昇要因となる一方、アジアではエネルギー及び食料価格の上昇が穏やかであることから物価上昇が欧米と比べて相対的に緩やかとしている²³。さらに、物価安定に向けて急速な金融引締めが進む中、物価上昇率は2022年にピークを迎え、2023年は総じて低下する見込みとなっている。

²² 一定の下方リスクを仮定した場合、世界経済の成長率は2023年に1.1%（ベースラインから1.5%ポイント引下げ）との試算を示した。

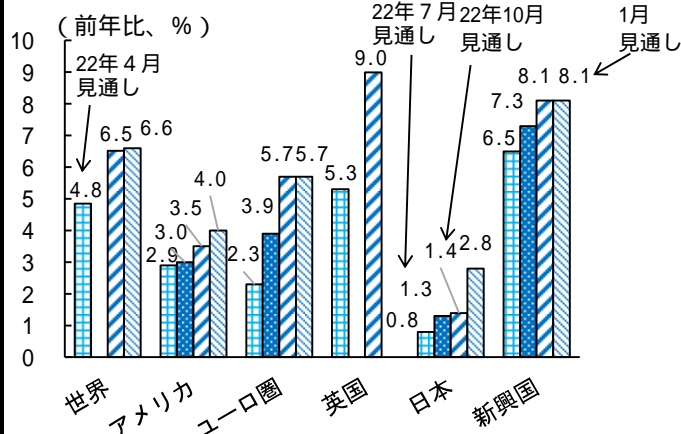
²³ 同じ穀物でも、ウクライナが主な輸元である小麦と異なり、コメはウクライナ情勢下でも国際商品市場における取引価格が比較的安定している。このため、小麦を主食とする欧米と異なり、コメを主食とするアジアでは食料価格の上昇が比較的緩やかであったと考えられる。

加えて、IMF (2023a)では2022年、2023年の物価上昇率見通しがわずかながら更に上方修正されたものの、2023年以降の物価上昇率の低下要因として、需要減による国際的な原材料価格の下落、金融引締めによるインフレ抑制効果を指摘している。

第1-1-30表 IMFによる世界及び各国の消費者物価上昇率見通し（2023年1月）

（前年比、％）（2023年物価上昇率 過去の見通しとの比較）

	2021年 [実績]	22年	23年
世界	4.7	8.8	6.6
先進国	3.1	7.3	4.6
アメリカ	4.7	8.1	4.0
ユーロ圏	2.6	8.3	5.7
英国	2.6	9.1	9.0
日本	0.2	2.5	2.8
新興国	5.9	9.9	8.1
中国	0.9	2.2	2.2
インド	5.5	6.9	5.1
ブラジル	8.3	9.4	4.7
南アフリカ	4.6	6.7	5.1



（備考）1．IMF (2022b), IMF (2022c), IMF (2022d), IMF (2023a)より作成。

2．先進国はG7、ユーロ圏及び以下の国。

新興国はその他の国。

アンドラ、オーストリア、チェコ、デンマーク、香港、アイスランド、イスラエル、韓国、マカオ、ニュージーランド、ノルウェー、プエルトリコ、サンマリノ、シンガポール、スウェーデン、スイス、台湾

3．左表中、太字は2023年1月見通し、その他は10月見通しの値。日本の2022年はIMF (2023b)の値。

（財政収支GDP比は改善し、政府債務残高GDP比は上昇が抑えられる見通し）

各国の財政収支と政府債務残高の対GDP比をみると、2022年は景気回復と感染症対応のための大規模な財政支援の縮小等²⁴を背景に財政収支対GDP比が改善し、政府債務残高対GDP比も上昇が抑えられると見込まれている。2023年以降も多くの国で財政面の改善が見込まれている（第1-1-31図、第1-1-32図）。

他方、先進国、新興国を問わず一部の国々では、2023年には金利上昇や成長率の低下を受けて財政収支対GDP比の悪化や政府債務残高対GDP比の上昇が見込まれている。こうした状況を受けて、IMF (2022a)では財政健全化が物価安定に向けた強いシグナルになるとの立場から、物価上昇率が高い国においては財政政策のターゲットを絞るなどの

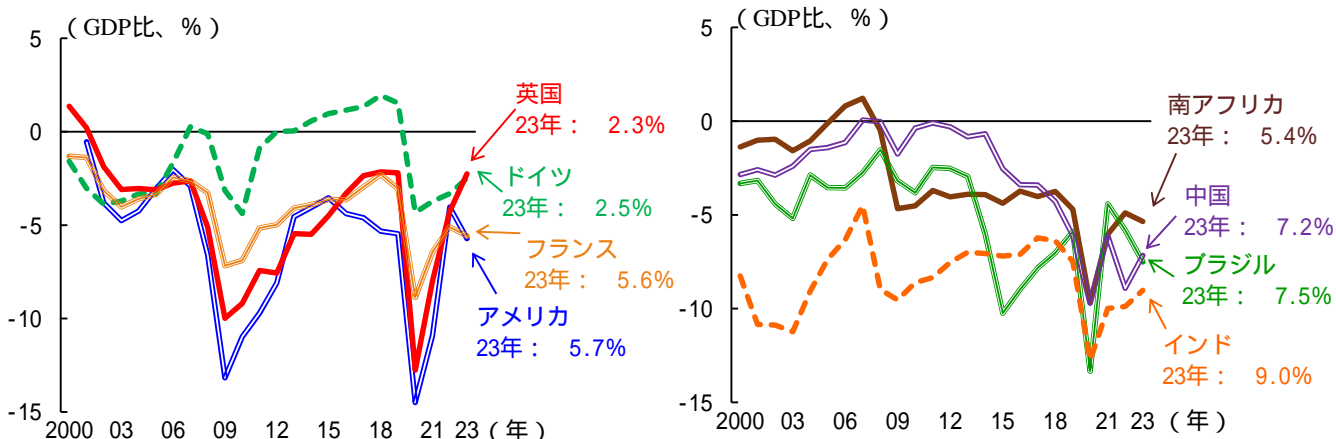
²⁴ IMF (2022a)では、これに加え、予想以上のインフレの加速により、インフレ見通しと実現値との乖離によって（歳出額の調整にラグが生じる一方、歳入額は名目ベースで増加するため）短期的に財政収支にはプラスの効果が生じたことを指摘したうえで、短期的な歳入増に甘んじることなく、財政支援のターゲットを絞るなどの歳出削減が重要としている。

取組を通じた歳出削減により²⁵、財政規律を取り戻すことが重要としている。また、財政健全化による早期の物価安定は中央銀行による将来の利上げ幅を小幅に抑え、金融引締めによる景気抑制効果を緩和することにつながるとしている。

第1-1-31図 IMFによる各国の財政収支見通し（対GDP比）

（先進国）

（新興国）

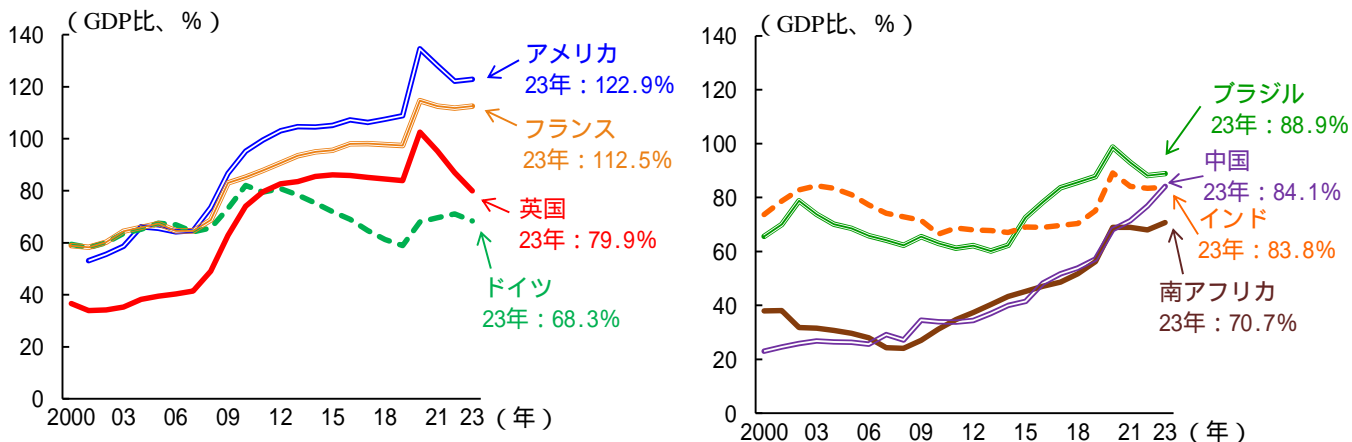


(備考) 1. IMF (2022d)より作成。
 2. インドは各財政年度（4月～翌年3月）の値。
 3. 中国、インドの2021年値は見通し作成時点の見込み。

第1-1-32図 IMFによる各国の政府債務残高見通し（対GDP比）

（先進国）

（新興国）



(備考) 1. IMF (2022d)より作成。
 2. インドは各財政年度（4月～翌年3月）の値。
 3. 中国、インドの2021年値は見通し作成時点の見込み。

²⁵ IMF (2022a)では、物価上昇は人件費等の増加圧力となり、いずれは歳出も増加するため、物価上昇に伴う短期的な歳入増をあてにした財政運営は望ましくないとしている。また、長期化する供給制約や広範な物価上昇に際して、価格規制や補助金、減税等による物価抑制は財政負担が大きく、中長期的に効果的ではないとしている。