

はまぎん

金融・経済レポート

目次

景気動向	日本経済 ● 2022年度・2023年度の景気予測（2022年8月改訂）…………… 2
	米国経済 ● 景気は減速基調、物価に落ち着いた兆し …………… 8
	【トピック】8月に「インフレ抑制法」が成立 …………… 9
	ユーロ圏経済 ● 物価高に加えて、猛暑が景気を下押し …………… 10
	中国経済 ● 習体制による景気対策強化などにより、22年後半には成長率が回復 … 12
金融情勢	◆ 為替レート …………… 14
	対ドル円レートは円弱含みでのみみ合いを見込む。FRB（米連邦準備理事会）が金融引き締めに積極的な「タカ派」の姿勢を鮮明にする一方で、日銀は大規模な金融緩和を維持する姿勢を堅持している。このように日米の金融政策の方向性が明確に違うことや、日本の貿易収支赤字の拡大観測が、今後も円売り・ドル買い要因として働こう。
	◆ 米国金利 …………… 16
	政策金利であるFF金利の先物市場をみると、2023年末の予想金利がFOMC（米公開市場委員会）参加者の6月見通しを下回っており、23年中にFRBの利下げが始まることを織り込む動きとなっている。この状況下、次回9月のFOMCで会合参加者の23年末の金利見通しが引き上げられれば、市場の利下げ観測は修正を迫られよう。
	◆ 株価 …………… 17
	日本株はもみ合いか。FRBの利上げなどによる海外景気の減速懸念が日本株の上値を抑えよう。ただ、ドル高・円安が輸出企業の業績を下支えすることに加えて、国内のコロナ感染が落ち着けばサービス消費が上向くとみられるため、株価の下値は堅いと見込まれる。
	◆ 金融マーケットの推移 …………… 18
金融市場データ	…………… 20



日本経済：2022年度・2023年度の景気予測（2022年8月改訂）
 —海外経済の減速などで23年度前半には成長率が低めに—

要 約

1. 2022年4～6月期の実質GDP（国内総生産）は前期比+0.5%とプラス成長になった。コロナの感染者数が減少傾向をたどり個人消費の増勢が拡大したほか、設備投資や輸出も増加した。
2. 2022年度の日本経済を展望すると、7～9月期にはGDP成長率がやや低下しよう。中国の都市封鎖解除で中国向けを中心に輸出が増加する一方で、コロナの感染拡大の影響で個人消費が鈍い動きとなり成長率を鈍化させるだろう。年度後半には、コロナの感染第7波が収束に向かう中で個人消費の増勢が再び強まることから10～12月期には成長率が高まるものの、1～3月期には成長率が低下すると見込んだ。ペントアップ需要の縮小や物価高の影響で個人消費の増勢が鈍化することに加えて、利上げなどに伴う欧米経済の減速で輸出の鈍化が見込まれるためである。設備投資についても、世界経済減速の影響で投資を見送る動きが現れ、鈍い動きになろう。2022年度の実質GDP成長率は+1.8%に減速すると予測した。
3. 2023年度の日本経済は年度前半に低成長となり、後半には成長率がやや上向くと見込んだ。個人消費は所得が伸び悩むことから年度を通じて小幅な増加にとどまろう。輸出については、欧米経済の減速感が強まる年度前半の伸びが低下する見込みである。年度後半には米国景気が持ち直し始めることから、輸出も上向くと見込んだ。他方、海外経済減速の影響などで、年度前半の設備投資は小幅な伸びにとどまると予想される。ただし年度後半には、コロナ禍を起因とした経済の先行き不透明感が弱まることなどにより、設備投資も増勢が次第に強まってくるだろう。2023年度の実質GDP成長率は+1.4%へと低下すると予測した。

22年4～6月期はプラス成長に

2022年4～6月期の実質GDP（国内総生産、1次速報値）は前期比+0.5%と、1～3月期の同横ばいからプラス成長となった（図表1）。

需要項目別にみると、民間需要では、個人消費が前期比+1.1%と増勢が拡大した。新型コロナウイルス（以下、コロナ）の新規感染者数が減少傾向をたどり、外出を自粛する動きが和らいだことなどからサービス消費が増加したほか、衣料品などを含む半耐久財消費も高めの伸びとなった。住宅投資は同-1.9%と減少幅が

図表1 4～6月期は成長率が高まる

	2021年		2022年	
	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期
実質GDP	-0.5	1.0	0.0	0.5
個人消費	-0.9	2.4	0.3	1.1
住宅投資	-1.8	-1.3	-1.4	-1.9
設備投資	-2.1	0.2	-0.3	1.4
政府消費	1.1	-0.3	0.4	0.5
公共投資	-3.3	-3.7	-3.2	0.9
輸出	0.0	0.6	0.9	0.9
輸入	-1.1	0.4	3.5	0.7
内需寄与度	-0.7	0.9	0.5	0.5
民間需要	-0.8	1.2	0.6	0.3
うち在庫	0.1	-0.1	0.5	-0.4
公的需要	0.0	-0.3	-0.1	0.2
外需寄与度	0.2	0.0	-0.5	0.0
名目GDP	-0.5	0.5	0.4	0.3

注：シャドーは伸び率がマイナスの部分。ただし、輸入はプラスの部分。

出所：内閣府「四半期別GDP速報」

拡大した。建設資材の高騰などが影響した模様である。一方、設備投資は同+1.4%と増加に転じた。コロナの感染が縮小傾向をたどったことや、中国・上海市のロックダウン（都市封鎖）が解除に向かったことなどで、1～3月期に実施を見送っていた設備投資を実行に移す企業が増加したとみられる。次に公的需要では、政府消費が同+0.5%と2四半期連続で増加した。コロナ対策のための支出などが増加に寄与していると考えられる。公共投資も同+0.9%と6四半期ぶりに増加した。他方、海外需要では、輸出が同+0.9%と増加基調を維持した。都市封鎖の影響で対中輸出が減少したものの、東南アジア向けの輸出などが増加した。一方、輸入は同+0.7%と3四半期連続で増加した。

予測の前提となる条件

日本経済を取り巻く環境をみると、足元でコロナの感染再拡大によりレジャーや外出などを控える動きが現れるなど、依然としてコロナ禍が景気回復の足かせとなっている。また、ロシアに対する経済制裁の影響などにより資源価格が高値の水準になっていることに加えて、為替市場では円が安値圏で推移している。はじめに、こうしたポイントについて、先行きのシナリオ（本予測の前提）を確認することにする。

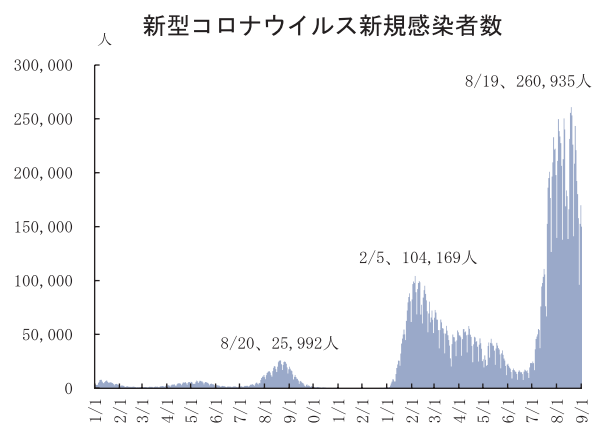
コロナについては、変異ウイルス「B A.5」の感染拡大により、7月以降に新規感染者数が急増している（感染第7波、図表2）。ただし、今回の感染第7波では、政府は緊急事態宣言やまん延防止等重点措置のような経済活動の制限を要請する対策は採っていない。政府の対策が経済の正常化を重視する方向に向かうこ

とでコロナ禍による日本経済への悪影響はこの先次第に弱まっていくと見込んだ。

次に、原油などの国際商品市況については、高めの水準で推移するものの、23年に入ると、緩やかに低下すると見込んだ。足元の原油価格（WTI）の動向をみると、世界経済の減速見通しを背景に先行きの原油需給の緩和が見込まれる下で、ロシアによるウクライナ侵攻前と同程度まで価格が低下している。このことを踏まえ、今後の原油価格については、ロシアに対する経済制裁の影響により、当面の間、足元の水準程度での推移が見込まれるものの、23年になると、世界経済の減速に伴う需要の減少などにより、緩やかな低下傾向になると見込んだ。原油以外の国際商品市況についても、概ね同様の推移になると想定した。

他方、ドル・円レートについては、22年末まで緩やかな円安・ドル高が続くと予想される。米国の金融政策をみると、FRB（米連邦準備理事会）は22年末まで利上げを継続すると見込まれる。一方、日本では予測期間を通じて緩和的な金融政策が続くと見込まれる。こうした日米

図表2 7月以降に新規感染者数が急増



注：2021年1月1日～22年9月1日のデータ。

出所：NHKホームページ

の金融政策に対する明確な方向性の違いを背景に22年内は円安・ドル高基調で推移すると想定した。しかし、23年になると利上げの影響で米国景気の減速感が明確になってくる見込みである。F R Bは23年前半に政策金利を据え置き、23年半ばには若干利下げすると想定し、23年前半にはF R Bの先行きの利下げが意識される形で円高・ドル安傾向に転じると見込んだ。

輸出は欧米経済の減速などで鈍い動き

4～6月期の輸出は小幅ながら増加した。中国における都市封鎖の影響で対中輸出などが落ち込んだものの、A S E A Nなど東南アジア向けの輸出が増加した。

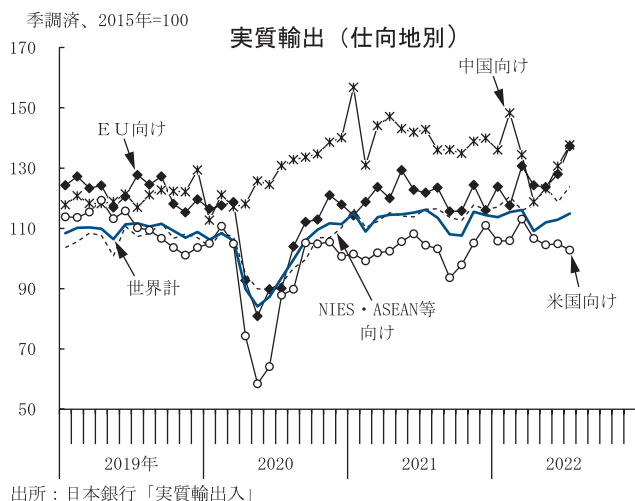
今後の輸出を展望すると、2022年後半の輸出は底堅く推移すると予想される。日本銀行の実質輸出を仕向地別にみると、今春に大きく落ち込んでいた中国向け輸出が、上海市の都市封鎖の解除により足元で増加基調に転じている（図表3）。今年秋に共産党大会を控えた中国では、大規模な都市封鎖を回避しながら、成長

率が回復すると見込まれる。このため、中国向け輸出は22年後半に回復し、その後は緩やかに増加すると見込んだ。

米国向け輸出については、米景気減速の影響で鈍い動きになろう。米国経済は利上げの影響により23年前半にはゼロ%近傍まで成長率が低下する見込みである。利上げによる借入金利の上昇で耐久財消費や住宅投資が抑制されることから、自動車や建設機械などを中心にわが国の輸出の増勢が弱まることになろう。ただし、23年後半にはインフレ率が落ち着いてくることなどで米景気が緩やかに持ち直し始めることから、対米輸出は上向き始めると予測した。他方、E U向け輸出は予測期間を通じて弱い動きになると見込んだ。ウクライナ危機や欧州での利上げの影響で今後の欧州経済は低迷し、23年も低成長が続くと見込まれるためである。

以上をまとめると、22年後半の輸出は対中輸出の回復がけん引し増加すると予想される。23年に入ると米国景気の減速により輸出の増勢が弱まるだろう。その後、23年後半には米国景気が緩やかな持ち直しに転じることなどから、輸出の増勢も少しずつ回復してくることになろう。

図表3 足元で対中輸出が上向く



設備投資は伸びが高まりにくい

4～6月期の設備投資は増加に転じた。1～3月期には、国内におけるコロナの感染再拡大のほか、ウクライナ危機や中国におけるコロナの感染拡大の影響で企業の投資判断が慎重化していたものの、4～6月期は国内でコロナの感染が縮小傾向をたどったことや、コロナの感染縮小で中国の都市封鎖が解除に向かったことなどで、実施を見送っていた設備投資を実行に移す企業が増加したとみられる。

企業に対して行われた各種のアンケート調査によれば、2022年度の企業の設備投資計画は高い伸びが見込まれている。日本銀行「短観（2022年6月調査）」では、全規模・全産業ベースの2022年度の設備投資は前年比+13.1%と2桁の増加が計画されている（図表4）。また、日本政策投資銀行「全国設備投資計画調査（2022年6月）」では、22年度の大企業（資本金10億円以上）の設備投資は同+26.8%と大幅な増加が見込まれている。

このように増加が見込まれている設備投資計画が実際に実施されるか否かが今後の設備投資のポイントになろう。上述の日銀短観の投資計画をみると、コロナ禍の20年度以降、設備投資の実績が当初計画を下回る状況が続いてきた。コロナの感染動向に加えて、資源高などによる業績圧迫懸念、ウクライナ危機による世界経済の不確実性などが、設備投資の判断を慎重化させてきたと考えられる。

アンケート調査をみると、大企業中心に脱炭素やデジタル化関連投資などの大幅な増加が計画されており、こうした中

長期的な視点に基づく投資が実施されることで、設備投資は底堅く推移するとみられる。ただし、コロナ禍は終息しておらず、資源高などによる業績の圧迫も続いている。こうした要因が企業の設備投資判断を慎重化させることから、この先も設備投資の一部は実施が先送りされると考えられる。総じてみれば、設備投資の伸びは高まりにくい状況となろう。

こうした状況が続く中で、23年前半には利上げの影響で米国経済の減速感が強まり、世界経済の先行き不透明感も強まってくる公算が大きい。このため投資の実施を見送る動きが広がることで、設備投資の伸びも低下すると考えられる。ただし、23年度後半になると、コロナ禍による先行きの不透明感が弱まってくることに加えて、利下げにより米国景気の回復期待が高まってくることなどから、設備投資が次第に上向いてくると見込んだ。

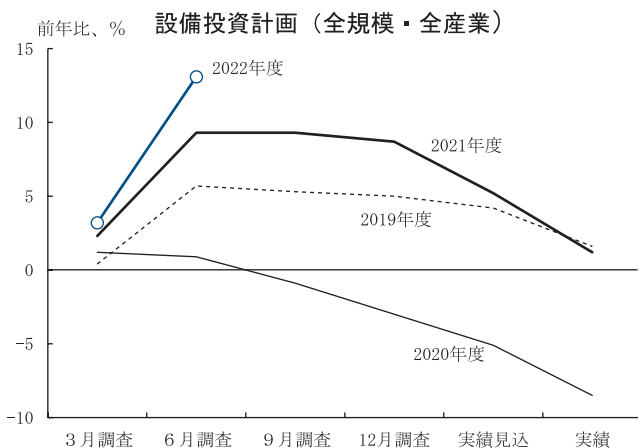
個人消費は22年度後半に増勢が強まる

4～6月期の個人消費は増勢が拡大した。コロナの感染者数が減少傾向をたどり、外出を自粛する動きが和らいだことから、サービス消費などを中心に持ち直しの動きが現れた。

しかし、7～9月期の個人消費は鈍い動きになると予想される。7月に入り、変異株「B A.5」の流行により、コロナの新規感染者数が急増している。しばらくの間、消費者は自主的に外出や旅行を一定程度控えるとみられるため、今夏の個人消費はサービス消費を中心に鈍い動きになると見込まれる。

もっとも10～12月期には、コロナの感染第7波が収束に向かい、消費活動が正常化に向かう中で個人消費の増勢が再び

図表4 投資実績が当初計画を下回る



注：全規模・全産業ベース。ソフトウェア・研究開発を含む設備投資額（除く土地投資額）。
出所：日本銀行「短観」

強まってくると予想される。コロナ禍で抑制されてきたサービス消費や半耐久財消費などを中心に個人消費が再び押し上げられることになろう。ただし、23年1～3月期の個人消費は回復の動きが再度鈍化するだろう。サービス消費や半耐久財消費などのペントアップ需要（繰越需要）が縮小するためである。

なお、国際的な商品市況高や円安の影響を受けた物価高が個人消費回復の足かせとなっている。直近7月の消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）は前年比+2.4%となり4か月連続で2%超の上昇となった。他方、所得情勢に関する指標をみると、額面ベースである現金給与総額（名目賃金）はコロナ禍から経済活動が正常化する過程で増加傾向をたどっている（図表5）。しかし、物価上昇を加味して家計の購買力ベースで評価した実質賃金は4月以降前年割れとなっている。賃金回復を上回る物価上昇により、家計の購買力が低下していることがわかる。

この先についても、国際商品市況の高値推移や円相場の安値推移などから2022年内の消費者物価指数（同）は前年

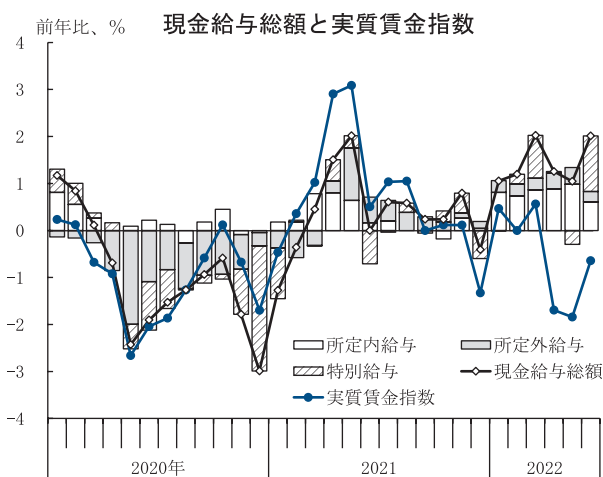
比+2%程度の伸びで推移し、2023年以降、伸びが次第に鈍化する見込みである。一方、所得情勢の先行きをみると、交易条件の悪化や世界経済減速の影響で企業収益が弱含むことから2023年度を中心に賃金回復の動きが鈍くなると予想される。23年度後半には物価上昇率が鈍化するものの、所得情勢の緩慢な改善を背景に、予測期間を通じて家計の購買力は高まりにくく考えられる。

以上から、2022年度はコロナ禍により抑制されていたサービス消費の回復などにより秋口以降に個人消費が増加する局面がみられるものの、その後の個人消費の回復基調は総じて鈍く、小幅な増加が続くと見込んだ。23年度は所得の伸び悩みなどにより、終盤まで小幅な伸びが続くと見込んだ。

実質経済成長率は2022年度が+1.8%、2023年度が+1.4%と予測

こうした状況を踏まえて日本経済の先行きを展望すると、2022年7～9月期にはGDP成長率がやや低下すると予想される。中国の都市封鎖解除で中国向けを中心に輸出が増加するほか、都市封鎖の影響が和らいだことで企業の投資マインドが改善し設備投資の増加も続くとみられる。その一方で、コロナの感染拡大の影響で個人消費が鈍い動きとなり成長率を鈍化させることになろう。年度後半には、コロナの感染第7波が収束に向かう中で個人消費の増勢が再び強まることから10～12月期には成長率が高まるものの、1～3月期には成長率が低下すると見込んだ。10～12月期に拡大したサービス消費などのペントアップ需要が縮小することや、物価高により家計の購買力が削が

図表5 実質ベースの賃金は前年割れ



出所：厚生労働省「毎月勤労統計調査」より浜銀総研作成

れる影響で個人消費の増勢が鈍化する
ためである。また、利上げに伴う米
国経済の減速やウクライナ危機の影
響などによる欧州経済の低成長に
より輸出も鈍化が見込まれる。設
備投資についても、欧米などの世界
経済減速の影響で投資を控える動
きが現れ、鈍い動きになろう。以
上から、2022年度の実質GDP成
長率は+1.8%に減速すると予測
した(図表6)。

2023年度の日本経済は年度前半
に低成長となり、後半には成長率
がやや上向くと見込んだ。個人消
費は所得が伸び悩むことから年度
を通じて小幅な増加にとどまる見
込みである。輸出については、欧
米経済の減速感が強まる年度前半
の伸び

が低下する見込みである。年度後
半には、米国のインフレ率が落ち
ついてくるともあり米景気が緩や
かな持ち直しに転じることから、
輸出も上向くと見込んだ。他方、
海外経済減速の影響などで年度前
半の設備投資は小幅な伸びにとど
まると予想される。ただし、年度
後半には、コロナ禍を起因とした
経済の先行き不透明感が弱まっ
てくるとや、利下げによる米景気
の回復期待などから、設備投資も
増勢が次第に強まってくると予測
した。以上から、2023年度の実
質GDP成長率は+1.4%へと低
下すると予測した。

(2022.9.2 調査部 小泉 司)

図表6 2022年度・2023年度のわが国経済の見通し(2022年8月改訂)

予測結果の総括表

(前年比増減率%、カッコ内は前期比増減率%)

	2021年度 実績	2022年度 見通し	2022年度		2023年度			
			上期	下期	見通し	上期	下期	
実質GDP	2.3	1.8	[0.8]	[1.2]	1.4	[0.4]	[0.8]	
個人消費	2.6	2.8	[1.3]	[0.9]	0.8	[0.1]	[0.4]	
住宅投資	▲ 1.6	▲ 3.5	[▲ 2.3]	[0.6]	0.9	[0.3]	[0.6]	
設備投資	0.6	2.8	[2.1]	[2.3]	2.6	[0.7]	[1.5]	
政府消費	2.0	1.8	[1.1]	[1.0]	1.1	[0.5]	[0.4]	
公共投資	▲ 7.5	▲ 2.7	[▲ 0.2]	[1.3]	2.1	[1.0]	[1.0]	
輸出	12.5	4.2	[2.4]	[2.5]	3.6	[1.2]	[2.4]	
輸入	7.2	5.4	[3.4]	[2.2]	2.6	[0.8]	[1.6]	
寄与度	国内需要	1.5	2.1	[1.0]	[1.1]	1.2	[0.3]	[0.6]
	民間需要	1.5	1.8	[0.8]	[0.9]	0.9	[0.2]	[0.5]
	公的需要	▲ 0.0	0.3	[0.2]	[0.3]	0.3	[0.1]	[0.1]
	海外需要	0.8	▲ 0.2	[▲ 0.2]	[0.0]	0.2	[0.1]	[0.2]
名目GDP	1.3	1.9	[0.8]	[1.6]	2.1	[0.8]	[1.0]	

注：民間需要＝個人消費＋住宅投資＋設備投資＋民間在庫投資、公的需要＝政府消費＋公共投資＋公的在庫投資、

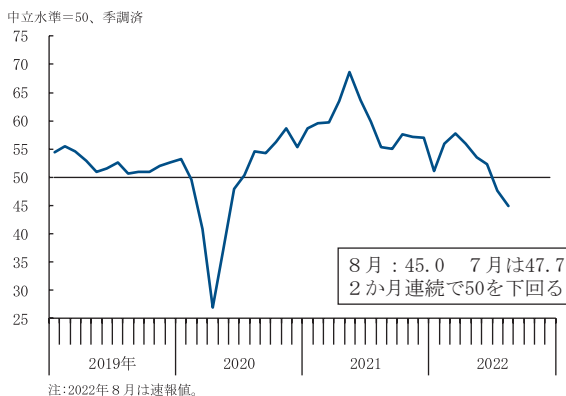
国内需要＝民間需要＋公的需要、海外需要＝輸出－輸入。

出所：内閣府「四半期別GDP速報」などより浜銀総研作成

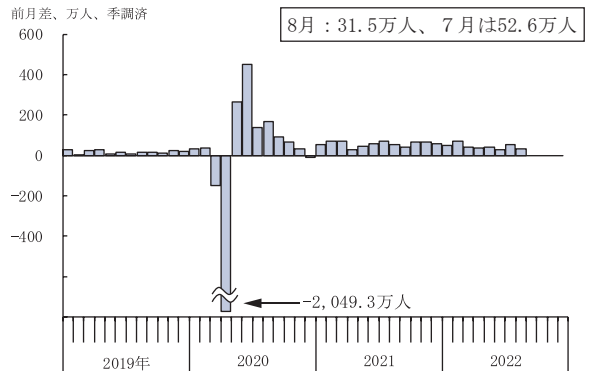
米国経済：景気は減速基調、物価に落ち着きの兆し

- ・米国経済は、物価高の悪影響や大幅な利上げの効果が徐々に浸透していることを背景に、減速基調で推移している。8月の総合PMI（速報値）は45.0と前月を2.7ポイント下回り、好不況の基準となる50を2か月連続で下回った。
- ・一方、7月の経済指標は総じて景気回復力の粘り強さを示した。鉱工業生産指数は前月比+0.6%と上昇し、コア耐久財受注（航空機を除く非国防資本財）も同+0.3%と5か月連続で増加した。また実質個人消費は同+0.2%と、物価高の逆風下にもかかわらず底堅く推移した。他方、住宅着工件数は金利高の影響により年率換算で144.6万戸と、約1年半ぶりの低水準に落ち込んだ。8月の雇用統計では非農業部門雇用者数が前月比31.5万人増と前月（同52.6万人増）を下回り、平均時給の伸びも同+0.3%と7月の同+0.5%から低下した。
- ・8月26日、パウエルFRB（米連邦準備理事会）議長は、家計や企業の痛みを覚悟のうえでインフレ抑制を推進する意向を示した。一方、同日に公表された7月のコア個人消費支出物価指数は前月比+0.1%にとどまり、物価が落ち着く兆しを示した。今後公表される指標により物価の安定傾向の定着が確認出来れば、秋以降に実施される利上げ幅は段階的に縮小されることになろう。

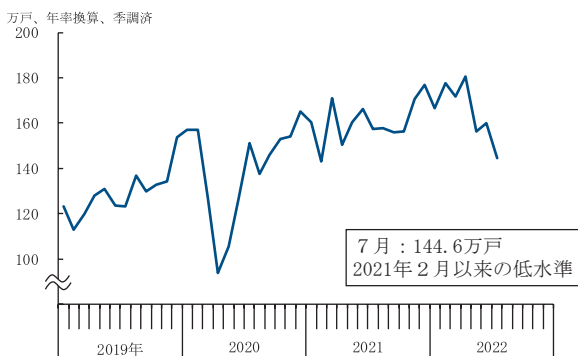
総合PMI（購買担当者景気指数）



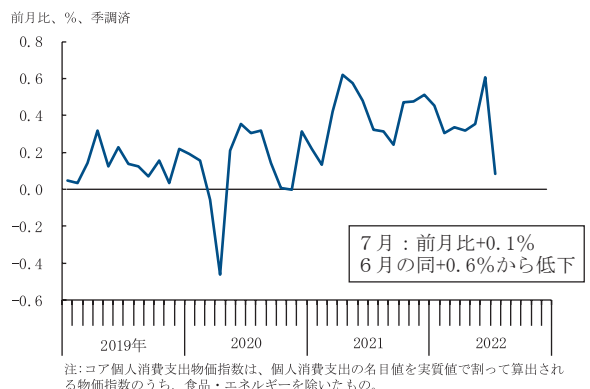
非農業部門雇用者数



住宅着工件数



コア個人消費支出物価指数



出所：S & Pグローバル、米労働省、米商務省

(2022. 9. 5 調査部 金子 修)

【トピック】8月に「インフレ抑制法」が成立

(バイデン政権の目玉政策を盛り込んだ法案が成立)

バイデン大統領は気候変動対策や富裕層課税の強化を公約して大統領に就任した。これらの政策を実行するための法案がビルドバック・ベター（より良き再建）法案である。法案は①社会的なセーフティーネットの強化、②気候変動対策、③富裕層や企業に対する増税、を3本柱としていた。歳出規模2.2兆ドル、増税規模1.5兆ドルの同法案は、2021年11月に下院で可決された。しかしながら、与野党が拮抗する上院では、ジョー・マンチン民主党議員がインフレ加速の懸念などを理由に反対したため、法案の成立は頓挫していた。

今回、11月の中間選挙が近づく中で、上院民主党のチャック・シューマー院内総務とマンチン議員が規模を大幅に縮小することで法案を成立させることに合意し、難産だった法案が日の目を見ることになった。

成立した法案は、物価対策としての有効性をアピールするため、「インフレ抑制法」と呼ばれている。

(インフレ抑制効果は期待できないものの、中間選挙対策としては有効か)

成立した法案により、今後10年間、歳出の拡大と増税が実施される。歳出規模は4,370億ドル、歳入規模は7,370億ドルが見込まれている（図表）。歳出の大半は、再生エネルギー関連の投資やエコカー購入補助などの気候変動対策である。歳入に関しては、①薬価の引き下げ、②大企業に15%の最低税率を導入、③税務当局による富裕層や企業に対する課税強化、などの措置が盛り込まれた。

政府は、①医療保険の負担軽減やエネルギー価格の引き下げ、②10年間で3,000億ドルに上る財政赤字削減による総需要の抑制、の2つの要因によってインフレが抑制されると主張している。しかしながら、今回の法案はインフレ対策としてはほとんど期待できないと考えられる。個別措置による物価指数への影響は小さく、米国の名目GDPが約23兆ドルであることを考慮すると、総需要の抑制効果も軽微だからである。

ただし、今回の法案の政治的効果は小さくないと考えられる。これまで物価の高騰が続くなかで民主党支持層の中間選挙に対する関心は低調であった。しかしながら、6月に米最高裁が人工中絶権を認めた1973年の判例を破棄したことを契機に、民主党支持層の選挙に対する関心は急激に高まったと言われている。規模が縮小されたとはいえ、法案の成立によりバイデン政権の気候変動対策などの公約が実現されたことは、民主党支持層の中間選挙に向けての求心力を強化する効果が期待できよう。

(2022. 9. 5 調査部 金子 修)

図表 インフレ抑制法の概要
(計数は今後10年間の累計値)

		単位: 億ドル
歳 出		4,370
	気候変動対策	3,690
	医療保険制度改革（オバマケア）の延長	640
	干ばつ被害地の復興対策	40
歳 入		7,370
	薬価の引き下げ	2,650
	大企業に最低15%の法人税を課税	2,220
	富裕層や企業に対する課税強化	1,240
	自社株買いに対する課税	740
	税控除の縮小措置の延長	520
財政赤字の削減		3,000

注: 各項目は推計による試算値。

出所: "SUMMARY: THE INFLATION REDUCTION ACT OF 2022",
August 11, 2022, Congressional Budget Office

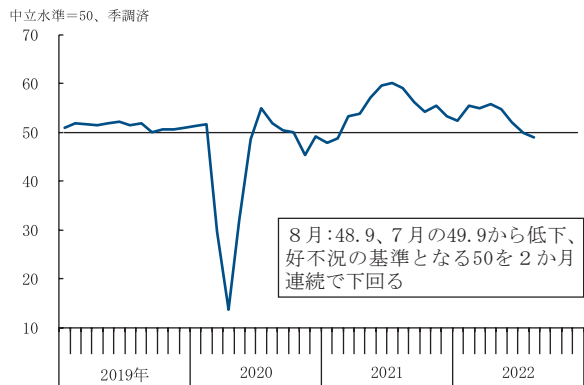
ユーロ圏経済：物価高に加えて、猛暑が景気を下押し

・ 8月のユーロ圏総合PMIは48.9となり、前月の49.9を下回った。業種別には、家計の生活費の上昇を背景にサービス業の指数が低下した。今夏の欧州は記録的な猛暑となった。干ばつにより農業に被害が発生したほか、主要河川の水位の低下により運送や発電に支障が生じた。物価高騰やウクライナ危機といった既往の要因に加えて、今夏は天候要因も景気を下押しする形となった。

・ 6月のユーロ圏の小売売上高は、物価高の影響などにより前月比-1.2%と落ち込んだ。また同月の建設支出指数も同-1.3%と4か月連続で低下し、建設投資を手控える傾向がみられる。一方、同月の鉱工業生産指数は同+0.7%と3か月連続で上昇した。ただし、足元では完成品在庫が増加している模様であり、今後の生産活動に関しては在庫調整を警戒する必要がある。

・ ユーロ圏の各国政府は物価高騰に対応するため、8月に経済対策を打ち出した。しかしながら、エネルギー価格の高騰により8月の消費者物価は前年比+9.1%と過去最高を更新した。ロシアからの供給減により天然ガス価格の高値が続いていることに加え、干ばつが当面の輸送コストや農産物価格を押し上げる要因となるため、インフレ沈静化には時間を要することが予想される。

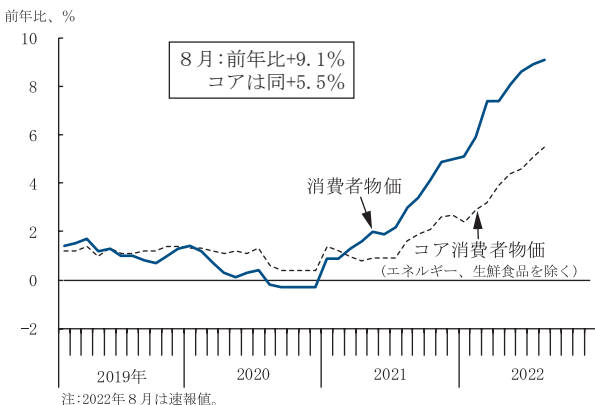
ユーロ圏総合PMI



猛暑と干ばつによる影響

ドイツ	<ul style="list-style-type: none"> ライン川の水位が低下、観光船や石炭や原油などの原材料を輸送する荷物船の運航に支障が発生 東部ブランデンブルク州で大規模な山火事
フランス	<ul style="list-style-type: none"> 8月上旬に一部の地域で水道の供給が不能となり、給水車が出動 南部にある一部の原子力発電所は冷却水の水温上昇により発電を制限
イタリア	<ul style="list-style-type: none"> 主要な河川であるポー川の船の運航に支障が発生 コメなどの農産物に被害が発生
スペイン	<ul style="list-style-type: none"> 山火事による消失面積が例年の約4倍に オリーブの収穫が大幅減となる見込み

ユーロ圏消費者物価指数



各国政府の物価高対策

ドイツ	<ul style="list-style-type: none"> 9月4日、総額650億ユーロの物価対策を公表 年金生活者や学生への給付金や児童手当の増額、低所得者向け家賃補助などを盛り込む
フランス	<ul style="list-style-type: none"> 7月7日に総額200億ユーロの物価高対策を公表 個人向けガス料金の軽減措置の終了時期を7月から12月末に延長、年金や障害者手当の増額、低所得世帯に対して9月に支給金を給付
イタリア	<ul style="list-style-type: none"> 8月4日に総額170億ユーロの物価高対策を公表 1月に導入した光熱費軽減策や減税を延長、干ばつの被害を受けた農家を支援
スペイン	<ul style="list-style-type: none"> 8月9日から2023年11月まで商業施設や公共施設などの冷房を27度以上、暖房は19度以下とする措置を導入

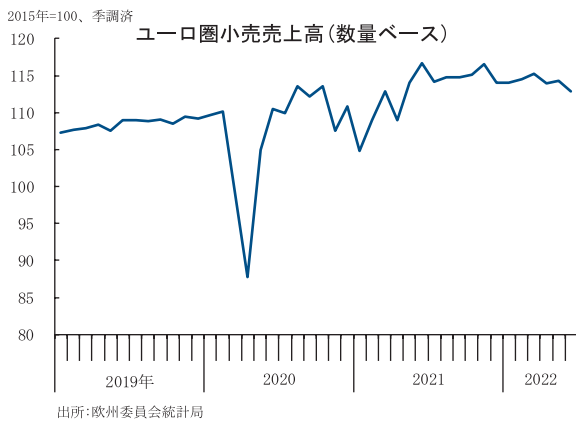
出所：S&Pグローバル、欧州委員会統計局、各種報道

(2022. 9. 5 調査部 金子 修)

ユーロ圏経済

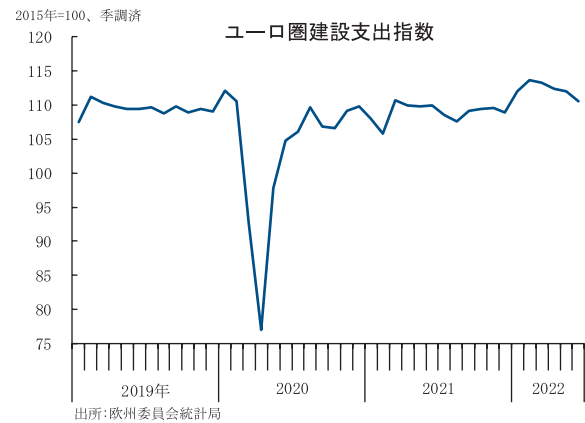
【小売売上高】

6月のユーロ圏小売売上高（数量ベース）は前月比-1.2%と、減少に転じた。物価高の中で家計は裁量的支出を抑制しており、非食品（自動車燃料を除く）の支出が同-2.6%と落ち込んだ。



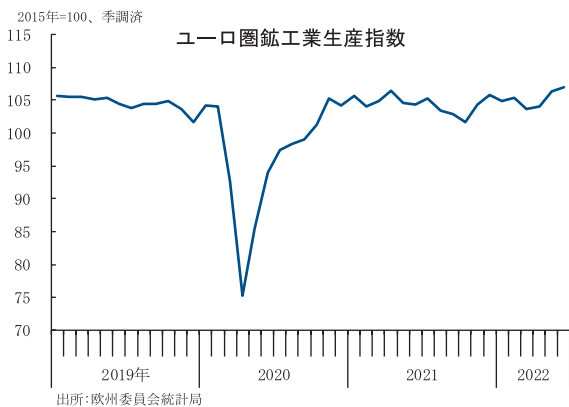
【建設支出】

6月のユーロ圏建設支出指数は、前月比-1.3%と4か月連続で低下した。建築（同-1.2%）、土木工事（同-1.3%）ともに落ち込んだ。物価高や先行き不透明感などから建設投資が低迷している。



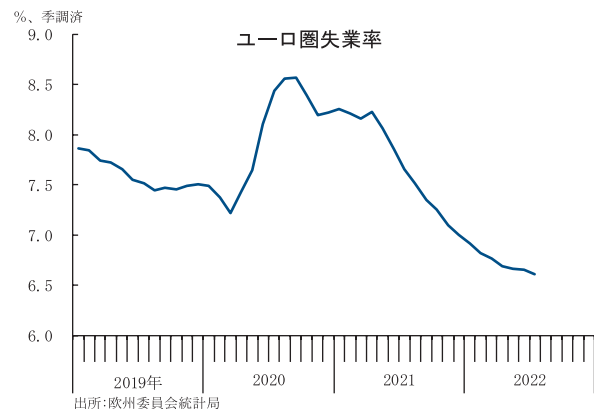
【鉱工業生産】

6月のユーロ圏の鉱工業生産指数は、前月比+0.7%と、3か月連続で上昇した。資本財が同+2.6%、エネルギーが同+0.6%と上昇する一方で、非耐久消費財は同-3.2%と落ち込んだ。



【失業率】

7月のユーロ圏の失業率は6.6%と前月の6.7%を下回り、統計開始以来の最低を更新した。主要国をみると、スペインが12.6%、イタリアが7.9%、フランスが7.5%、ドイツが2.9%となった。



中国経済：習体制による景気対策強化などにより、22年後半には成長率が回復

要 約

- ・足元でゼロコロナ対策の継続や住宅市場の低迷などから景気回復の動きがやや鈍くなっている。ただ、2022年後半には習体制が内需拡大に取り組むため、成長率の回復を見込む。23年は景気対策効果のはく落や欧米景気の減速を背景に緩慢な成長となる見通し。22年の実質GDP成長率を+3.5%、23年を+4.5%と予測した。

景気回復の動きが足元でやや緩慢に

中国景気は、上海市の都市封鎖の解除（6月1日）や習近平体制による景気対策強化の効果から6月に回復の動きが広がったものの、7月以降その動きがやや鈍くなっている。

まず、個人消費に関しては、7月の小売売上高が前年比+2.7%と増勢が弱まった（図表1）。ゼロコロナ対策の継続を背景に外食関連などの対面型の消費などが依然として弱い動きとなっている。一方、同月の固定資産投資も同+3.5%と減速した。財政出動の強化などからインフラ関連が堅調に増加したものの、住宅市場の低調などを背景に不動産業の投資が一段と弱含んだ^(注)。また、生産活動にも弱めの動きがみられる。7月の鉱工業生産は前年比+3.8%と伸び悩んだ。製造業の景況感も足元で悪化しており、8月の製造業PMI（中国国家统计局発表）は49.4と2か月連続で中立水準（50）を下回った（図表2）。海南省三亚市などでコロナ感染の拡大に伴って都市封鎖が実施されたことに加えて、四川省成都市などで連日の猛暑を背景に工場向けの電力供給が制限されたことも響いた。

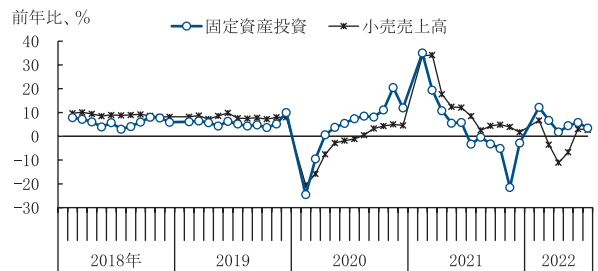
景気対策強化とゼロコロナ方針を継続へ

2022年7月末に開かれた「中央政治局会議」では、22年の経済成長率目標（5.5%前後）の提示が見送られた一方で、22年

後半の経済対策については、財政出動と金融緩和の両面で対策の強化を求めるといった従来の方針が踏襲された（図表3）。

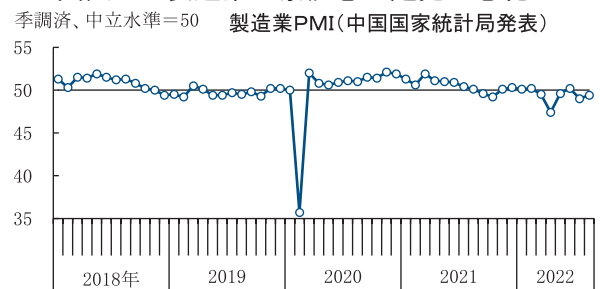
また同会議においては、今後もゼロコロナ方針を維持することが示された。このため、当社の予測では、予測期間中（23年まで）ゼロコロナ対策が継続し、コロナ初期対応の厳格化措置が実施されると想定した。上海市で発生したような大規模な都市封鎖は想定しないものの、初期対応の厳格化により小規模な都市・エリアの封鎖が以前に比べて頻繁に実施されると見込まれ、この点が今後も景気回復の足取りを鈍らせる要因となろう。

図表1 個人消費と固定資産投資が弱含む



注: 中国国家统计局資料より固定資産投資の前年比の月ベースの数値を試算した。前年比の各年2月は1~2月の累計値、データの無い月は線形補間した。出所: 中国国家统计局

図表2 製造業の景況感は足元で悪化



注: PMIは購買担当者景気指数。出所: 中国国家统计局

2022年の実質GDP成長率を+3.5%、
2023年を+4.5%と予測

こうした状況を踏まえて、先行きの中国経済を展望すると、2022年後半には実質GDP（国内総生産）成長率が回復すると見込まれる（図表4）。まず、固定資産投資については、すでに実施されている大規模な財政出動により公共インフラ投資の増勢が拡大する公算が大きい。また、景気対策の強化による内需の持ち直しなどを背景に製造業の設備投資も緩やかに持ち直す見込みである。さらに不動産業については、中国当局による住宅購入支援策の強化（注参照）などにより、住宅を中心に不動産投資回復の動きが現れてこよう。一方、個人消費に関しては、緩やかな持ち直しにとどまるだろう。乗用車取得税の半減措置などが個人消費を押し上げると期待されるものの、ゼロコロナ対策の影響で、対面型消費の改善が引き続き緩慢なものにとどまる公算が大きいためである。他方、輸出は、上海市の都市封鎖の解除を受けていったん持ち直した後、やや弱含むと予想される。ウクライナ危機などの影響によるユーロ圏景気の減速に加え、インドやベトナムといった新興国の生産活動の持ち直しを背景に、中国で行われていた代替生産が縮小することが輸出の伸びを抑えることになる。

続く2023年については、実質GDP成長率が年明けから減速基調で推移しよう。まず輸出は年初から欧米向けを中心に一段と弱含むだろう。ウクライナ危機や米利上げにより、欧米の景気が減速するためである。次に、固定資産投資も減速する見込みである。外需の減速などから企業の設備投資が弱含むことに加えて、イ

ンフラ関連も、財政出動の効果が薄れることから鉄道などの投資が弱含むと見込む。一方、個人消費は引き続き緩やかな改善にとどまる公算が大きい。デジタル消費支援のためのクーポン付与や住宅市場の回復に伴う家電消費の回復が期待されるものの、コロナ感染の厳格な初期対応を背景に外食関連などの大幅な改善は見込みにくく、個人消費の回復は緩やかになると見込んだ。

以上より、2022年の中国の実質GDP（国内総生産）成長率を+3.5%、2023年を+4.5%と予測した。

注：中国では、習体制が2020年後半に実施した不動産取引の引き締め強化策から、不動産会社は相次いで資金不足に陥り、21年以降は資金繰りに窮した不動産会社が販売済みの物件の建設工事を停止したり延期したりするケースが増加した。このため、住宅購入予定者の中で、購入を手控える動きが広がり、このことが中国の住宅市場の低迷が続く要因の一つとなった。これに対し、中国当局は工事停止・延期中の物件について、「物件引渡しの確保」を求めるなど、工事の再開を促している。また、22年秋の共産党大会の開催を前に、習体制が住宅市場の回復を目的とする追加の対策を打ち出す可能性も高いと考えられる。

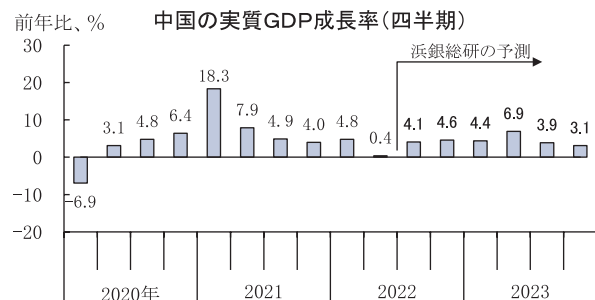
（2022. 9. 1 調査部 白 鳳翔）

図表3 中央政治局会議の決定事項

- ①財政出動と金融緩和の両面で景気対策を強化すること
- ②消費や投資といった内需拡大に積極的に取り組むこと
- ③企業向けの資金支援を強化すること
- ④不動産市場の安定を図るべく工事停止・延期中の物件引き渡しを確保すること
- ⑤エネルギー・資源の安定供給能力を向上させること
- ⑥新エネルギーの供給・消費システム構築を強化すること
- ⑦ゼロコロナ方針を維持し、感染発生時に、直ちに厳格な対策を実施すること

注：中央政治局会議は2022年7月28日に開かれたもの。一部抜粋。
出所：新華網『中国共産党中央政治局会議開催』より浜銀総研作成

図表4 2022年後半は成長率が回復



出所：中国国家統計局資料などより浜銀総研作成

要 約

- ・対ドル円レートは円弱含みでのみみ合いを見込む。F R B が金融引き締めに積極的な「タカ派」の姿勢を鮮明にする一方で、日銀は大規模な金融緩和を維持する姿勢を堅持している。このように日米の金融政策の方向性が明確に違うことや、日本の貿易収支赤字の拡大観測が、今後も円売り・ドル買い要因として働こう。

8月の動き

対ドル円レートは大幅な円安・ドル高が進展。中旬には、7月の米消費者物価指数（C P I）が市場予想ほど上昇せず、F R B（米連邦準備理事会）が利上げペースを緩めるとの見方が広がったため、ドル売りが優勢となる場面もあった。しかしその後、F R B の高官から利上げに前向きな発言が相次いだことから、円売り・ドル買いが優勢となった。26日には、パウエル F R B 議長がジャクソンホール会議での講演で、インフレ抑制を最優先で進める姿勢を示したことを受けて、F R B の金融引き締めが長く続くとの見方が強まり、ドル買いが膨らんだ。

対ユーロ円レートは月末にかけて円安・ユーロ高となった。中旬以降、対ドルで円安が進む場面では、対ユーロでも円売りが優勢となった。ただその一方で、エネルギーの供給不安によるユーロ圏景気の悪化が懸念され、ユーロ売りが膨らむ場面もあった。31日には8月のユーロ圏の消費者物価指数が市場予想を上回って上昇したことから、E C B（欧州中央銀行）が大幅な利上げに動くとの見方が強まり、ユーロ買いが優勢となった。

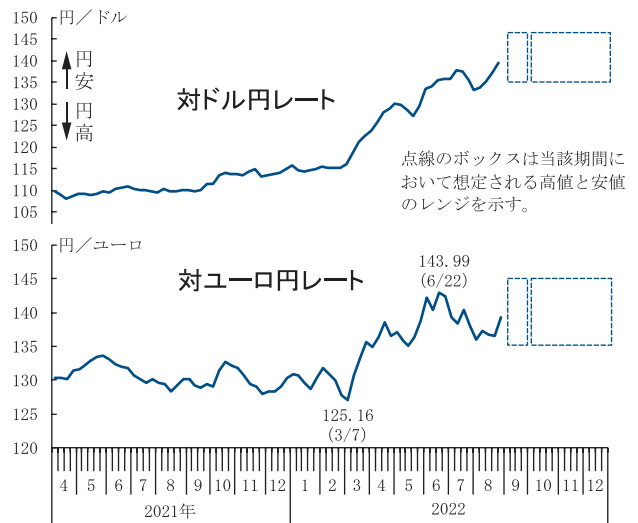
注目点：投機筋の円先物ポジション

投機筋の動きを表すシカゴ金融取引所の非商業部門の円先物ポジション（対ドル）をみると（右図）、2022年6月以降、円売り越し額の縮小基調が鮮明となり、8月中旬には2021年3月以来の小幅な円

為替レートの予想レンジ

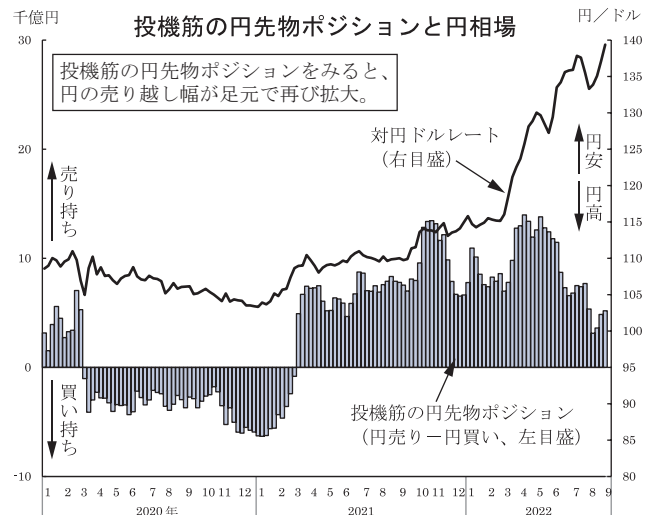
	2022年			
	1～3 (実績)	4～6 (実績)	7～9 (予想)	10～12 (予想)
対ドル円レート (円/ドル)	116.26	129.78	135～147	135～147
対ユーロ円レート (円/ユーロ)	130.49	138.17	135～145	135～145

注：実績は期中平均値。予想は高値と安値の目処を示す。



出所：Bloomberg

(週平均値)



出所：米商品先物取引委員会資料などより当社作成

(週次)

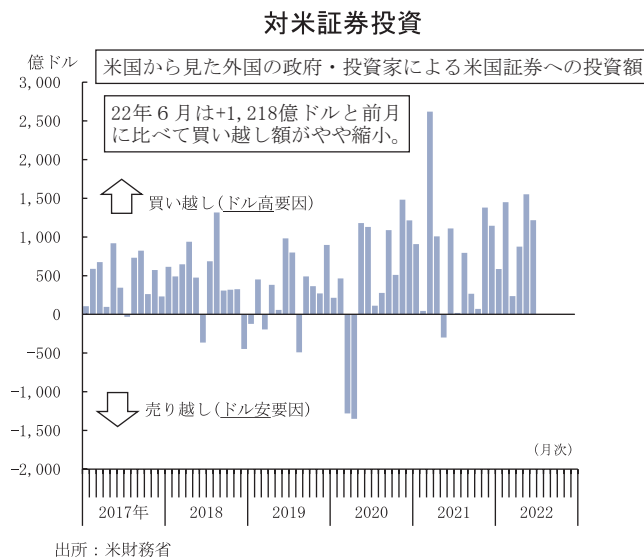
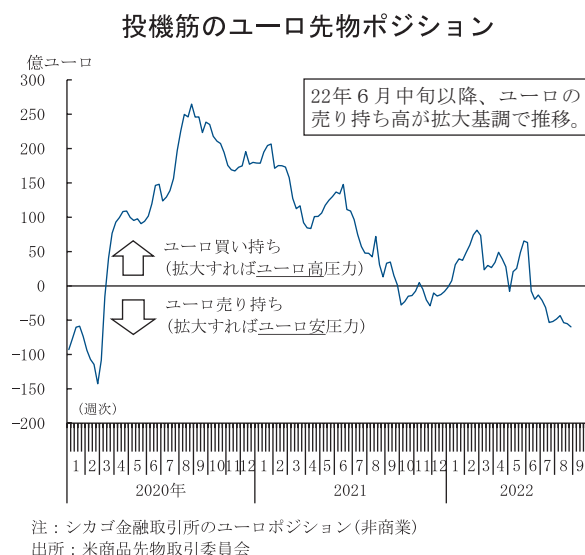
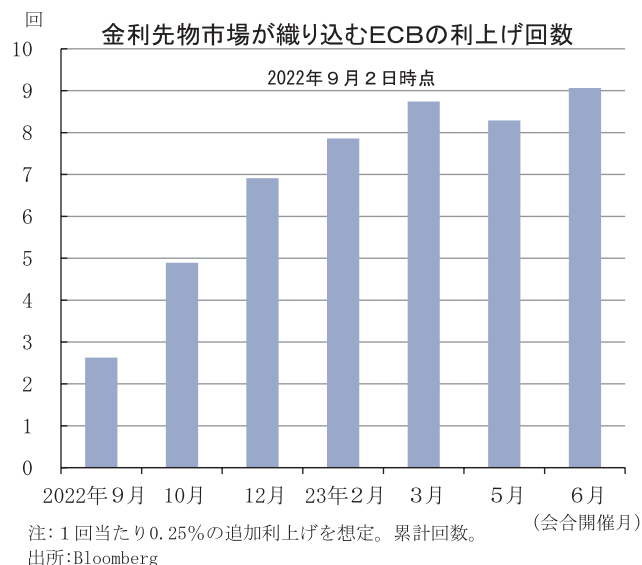
売り越しとなった。6月のポジション調整の背景には日銀の金融緩和修正の思惑があり、また7月～8月のポジション調整の背景にはF R Bの利上げ加速観測の後退があると考えられる。ただ、8月下旬には、投機筋の円売りポジションが小幅ながら拡大に転じている。足元の円売り越し額は、今年4月の直近ピークの3分の1程度にとどまっており、円売り・ドル買いの余力は大きいと考えられる。9月20日～21日の次回F O M C（公開市場委員会）において、F R Bがインフレ抑制のために2023年も積極的に利上げを行う姿勢を強調するような場合には、投機筋の円売り・ドル買いが急激に膨らむ可能性もあるといえよう。

向こう3か月程度の見通し

対ドル円レートは、円弱含みでのみみ合いを見込む。F R Bが金融引き締めに積極的な「タカ派」の姿勢を鮮明にする一方で、日銀は大規模な金融緩和を維持する姿勢を堅持しており、日米金融政策の方向性の違いが鮮明となっている。またエネルギー価格の上昇などを背景に、日本の貿易収支赤字は当面拡大が続くと予想される。こうした要因が、今後も円売り・ドル買い圧力として働くと見込まれる。

対ユーロ円レートは、円弱含みでのみみ合いを見込む。エネルギーの供給不安によるユーロ圏景気の悪化懸念は、引き続きユーロの上値を抑える材料として意識されよう。ただ、大規模な金融緩和を継続する日銀と、利上げの継続が見込まれるE C B（右上図）との金融政策の方向性の違いは明確であり、この点が根強い円売り・ユーロ買い要因になると見込まれる。

(2022. 9. 5 調査部 北田英治)



要 約

- 政策金利であるFF金利の先物市場をみると、2023年末の予想金利がFOMC参加者の6月見通しを下回っており、23年中にFRBの利下げが始まることを織り込む動きとなっている。この状況下、次回9月のFOMCで会合参加者の23年末の金利見通しが引き上げられれば、市場の利下げ観測は修正を迫られよう。

8月の動き

米国の長期金利は大幅に上昇。上旬には7月の米雇用統計の改善を受けて米景気の後退懸念が和らぎ、債券が売られた。中旬にはインフレ懸念による欧州の長期金利上昇が米長期金利の上昇に波及した。下旬には米金融引き締めが長引くとの見方が強まり、債券の売りが優勢となった。

注目点：先物市場の23年利下げ観測

政策金利であるFF金利の先物市場をみると、2022年末までに3.7%程度まで利上げが行われ、その後、23年中には利下げが始まることを織り込む動きとなっている（右下図）。パウエルFRB議長が8月26日のジャクソンホール会議での講演で、インフレ抑制を最優先で進める姿勢を示したことを受けて、23年末のFF金利の市場予想は切り上がったものの、依然としてFOMC（公開市場委員会）参加者の6月見通し（中央値）を下回っている。この状況下、次回9月のFOMCにおいて会合参加者の23年末の金利見通しが引き上げられれば、金利先物市場の利下げ観測は修正を迫られよう。

向こう3か月程度の見通し

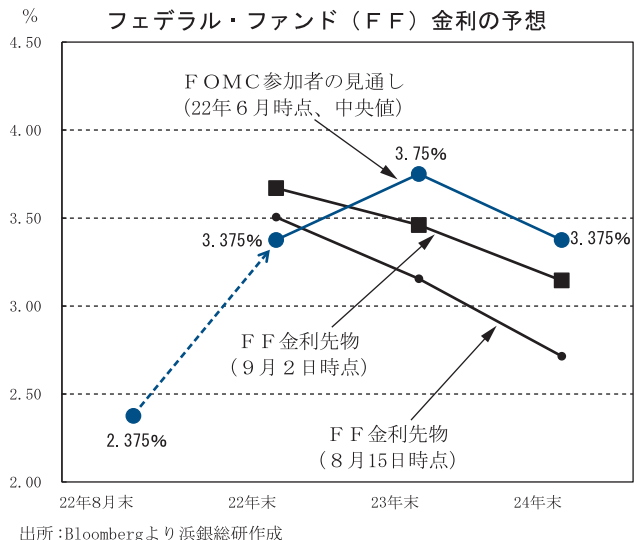
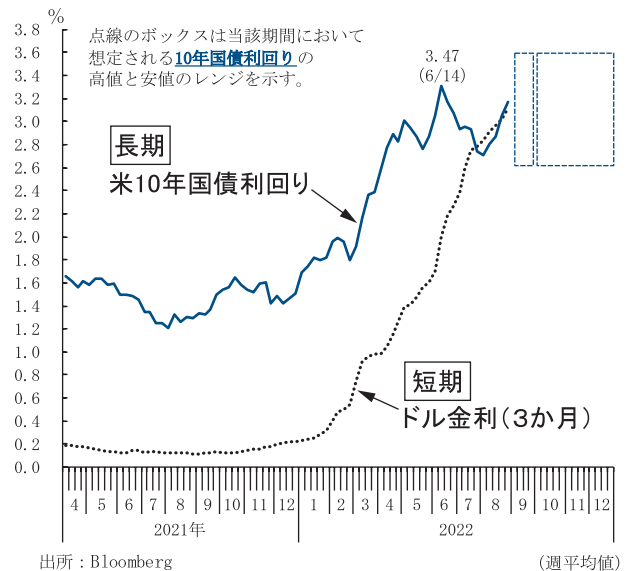
米長期金利は強含みもみ合いを見込む。23年末の市場のFF金利の予想が、依然としてFOMC参加者の6月見通しを下回っていることを踏まえると、今後、米長期金利は上振れしやすいと考えられる。

（2022. 9. 5 調査部 北田英治）

米国金利の予想レンジ

	2022年			
	1～3 (実績)	4～6 (実績)	7～9 (予想)	10～12 (予想)
ドル金利3か月 (LIBOR、%)	0.51	1.53	2.60～ 3.60	2.60～ 3.60
10年国債利回り (%)	1.94	2.92	2.60～ 3.60	2.60～ 3.60

注：実績は期中平均値。予想は高値と安値の目処を示す。



要 約

- ・米国株はもみ合いか。F R Bの積極的な金融引き締めが株価の重荷となろう。ただ、米インフレにピークアウトの兆しもあり、株価の大幅な調整は回避の公算。
- ・日本株はもみ合いか。海外景気の減速懸念が日本株の上値を抑えよう。ただ、ドル高・円安が輸出企業の業績を下支えすることなどから株価の下値は堅い。

8月の動き

米国の株式相場は乱高下。中旬には米国のインフレがピークアウトしたとの見方が広がり、F R B（米連邦準備理事会）が利上げペースを緩めるとの期待が株式相場を押し上げた。しかし下旬には、F R Bが金融引き締めに積極的な姿勢を維持するとの観測が再び強まり、幅広い銘柄に売りが出た。

日本の株式相場は月間ベースでやや上昇。中旬には米国株の大幅な上昇を受けて投資家心理が改善し、買いが優勢となった。ただ、下旬には米国株の大幅安が嫌気され、日本株にも売りが広がった。

向こう3か月程度の見通し

(米国株価)

米国の株式相場はもみ合いを見込む。F R Bが金融引き締めに積極的な姿勢を鮮明にしていることが、引き続き株式相場の重荷となろう。ただ、米国のインフレにピークアウトの兆しも現れており、株式相場の大幅な調整は避けられよう。

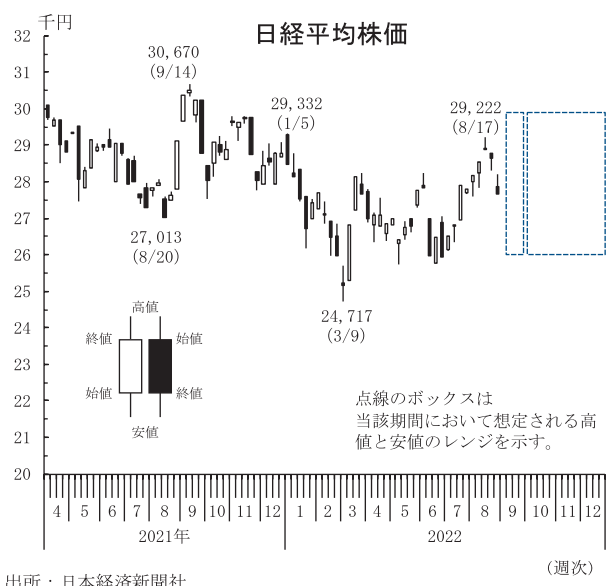
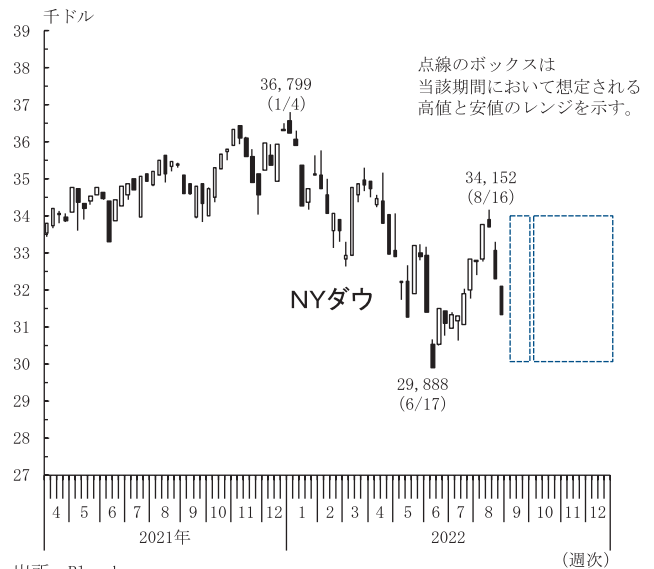
(日本株価)

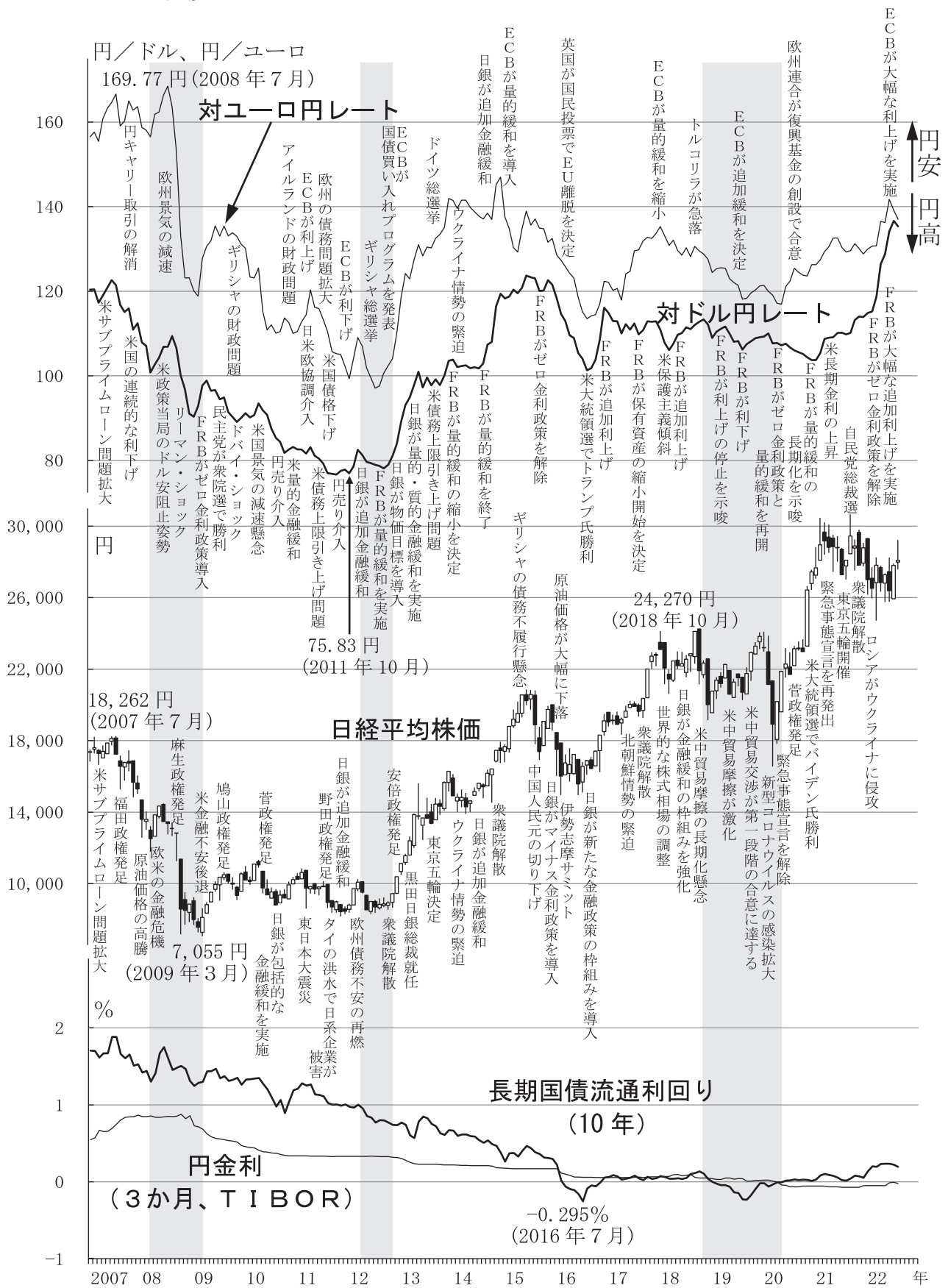
日本の株式相場はもみ合いを見込む。F R Bの利上げなどによる海外景気の減速懸念が日本株の上値を抑えよう。ただ、ドル高・円安が輸出企業の業績を下支えすることに加えて、国内のコロナ感染が落ち着けばサービス消費が上向くとみられるため、株価の下値は堅いと見込まれる。
(2022. 9. 5 調査部 北田英治)

株価の予想レンジ

	2022年			
	1～3 (実績)	4～6 (実績)	7～9 (予想)	10～12 (予想)
NYダウ工業株30種 (ドル)	34,711	32,714	30,000～ 34,000	30,000～ 34,000
日経平均株価 (円)	27,185	26,885	26,000～ 30,000	26,000～ 30,000

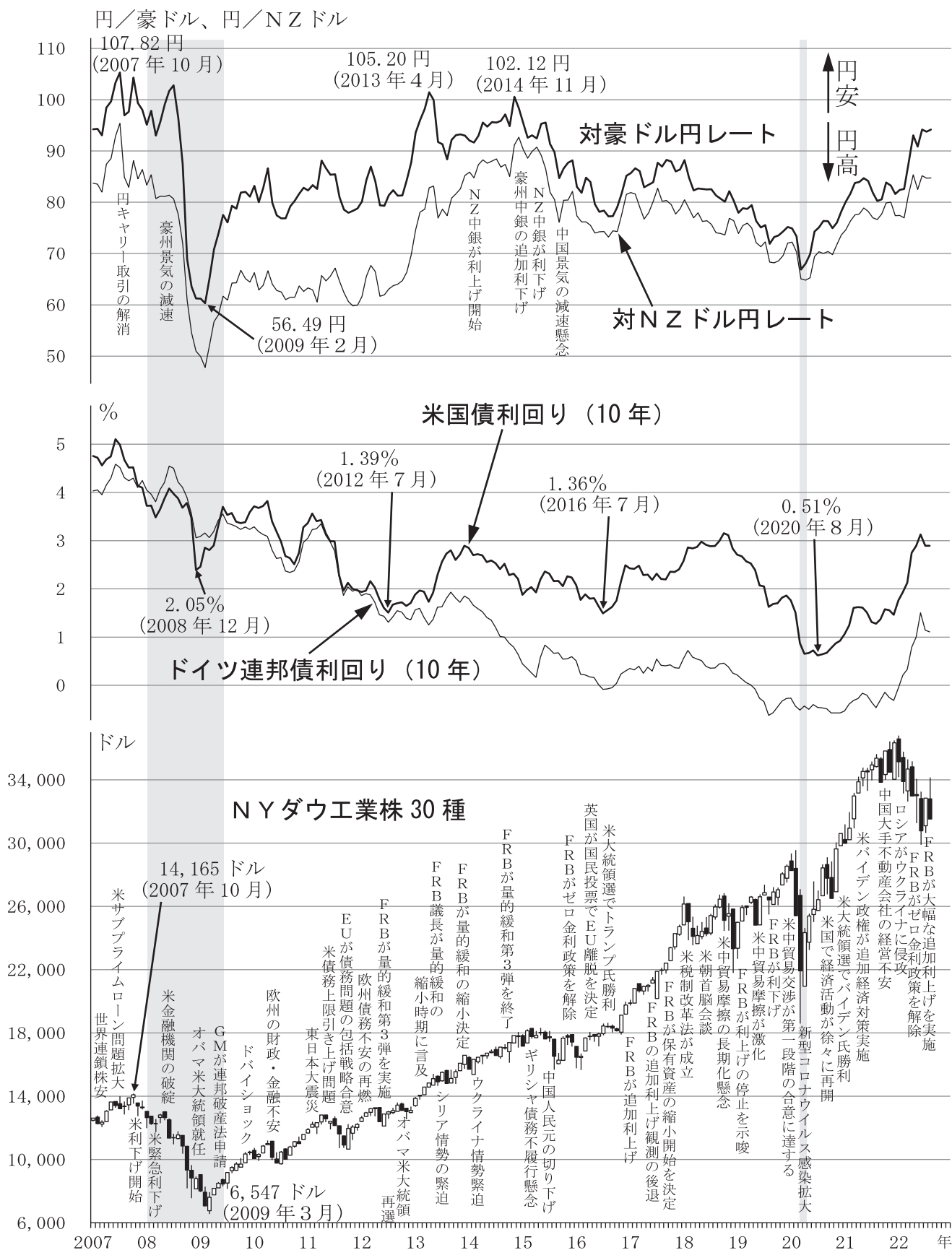
注:実績は期中平均値。予想は高値と安値の目処を示す。





注:シャドー部分は日本の景気後退期。為替レートと金利は月中平均値。転換点の数字は日次の終値ベース。長期金利は新発10年物国債の流通利回り。

出所:Bloomberg、日本経済新聞社



注:シャドー部分は米国の景気後退期。為替レートと金利は月中平均値。転換点の数字は日次の終値ベース。
出所: Bloomberg



金融市場データ

2022年9月5日時点

	為替相場		長期金利		株 価	
	対ドル 円レート (円/ドル)	対ユーロ 円レート (円/ユーロ)	日本10年国債 流通利回り (%)	米国10年国債 利回り (%)	日経平均株価 (円)	NYダウ 工業株30種 (ドル)
2022年 1～3月	116.26	130.49	0.18	1.94	27,185	34,711
4～6月	129.78	138.17	0.23	2.92	26,885	32,714
7～9月 (予想)	135～147	135～145	0.15～0.25	2.60～3.60	26,000～ 30,000	30,000～ 34,000
10～12月 (予想)	135～147	135～145	0.15～0.25	2.60～3.60	26,000～ 30,000	30,000～ 34,000
2021年 8月	109.84	129.26	0.02	1.28	27,693	35,244
9月	110.17	129.61	0.04	1.36	29,894	34,688
10月	113.17	131.27	0.08	1.58	28,586	35,056
11月	114.06	130.12	0.07	1.56	29,371	35,849
12月	113.93	128.82	0.05	1.46	28,514	35,641
2022年 1月	114.86	130.01	0.14	1.76	27,904	35,456
2月	115.23	130.71	0.20	1.93	27,067	34,648
3月	118.70	130.76	0.20	2.12	26,584	34,030
4月	126.41	136.52	0.23	2.75	27,043	34,315
5月	128.79	136.28	0.23	2.89	26,654	32,379
6月	134.15	141.70	0.24	3.13	26,958	31,447
7月	136.65	139.13	0.22	2.89	26,987	31,535
8月	135.36	137.02	0.19	2.89	28,352	33,010
年初来高値	113.68 (2022/1/21)	125.16 (2022/3/7)	0.255 (2022/6/13)	3.47 (2022/6/14)	29,332 (2022/1/5)	36,799 (2022/1/4)
年初来安値	140.21 (2022/9/1)	143.99 (2022/6/22)	0.085 (2022/1/4)	1.63 (2022/1/3)	24,717 (2022/3/9)	29,888 (2022/6/17)

注:実績値は期中(月中)平均値。為替相場はNY市場の値。 出所:Bloomberg、日本経済新聞社

横浜銀行 | CONCORDIA

CONCORDIAファイナンシャルグループ

〈はまぎん〉ビジネスサポートダイレクトと横浜バンクカード・ビジネスを使って、
銀行取引をもっと便利に! 経費管理をもっと効率的に!

**〈はまぎん〉
ビジネスサポートダイレクト**

オフィスにしながら、簡単・便利に銀行取引
がおこなえる法人・個人事業主を対象とした
インターネットバンキングです。

+

横浜バンクカード・ビジネス

出張時の交通費や宿泊料のお支払い、携帯
電話料金やインターネット等の各種経費のお
支払い、さらにはインターネットでの仕入れ等
にもご利用になれるクレジットカードです。

銀行取引
および経費管理の
合理化・効率化に
つながります!

ご 確 認
く だ さ い

一部のサービスのご利用にあたっては、当行所定の審査があります。
【〈はまぎん〉ビジネスサポートダイレクト】 ● サービスのご利用にあたっては、当初契約料と月額基本手数料・振込手数料・従量手数料等がかかります。
【横浜バンクカード・ビジネス】 ● カードのご利用にあたっては、年会費がかかります。
● 「犯罪による収益の移転防止に関する法律」の定めにより、印鑑証明書・登記事項明細書等のご提出が必要になる場合があります。また、保証人(代表者)のお届けが必要となる場合があります。

Afresh あなたに、あたらしく。

詳しくは、横浜銀行ホームページ <https://www.boy.co.jp/>
または支店の窓口までお問い合わせください。

編集・発行 浜銀総合研究所 調査部
お問い合わせは TEL.045(225)2375

当研究所では、インターネットを通じて、神奈川及び全国の景気や産業、企業経営などに關する情報を発信しています。ぜひご利用ください。アドレス <https://www.yokohama-ri.co.jp/>

本レポートの目的は情報の提供であり、売買の勧誘ではありません。本レポートに記載した内容は、レポート執筆時の情報に基づくものであり、レポート発行後に予告なく変更されることがあります。また、本レポートに記載されている情報は、浜銀総合研究所・調査部が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、その正確性、完全性を保証するものではありません。最終的な投資判断はお客様ご自身でなさるようお願いいたします。