

よる物流改善が進んでいる。一方、米国ではインフレ鎮静化を目指した大幅利上げが景気を冷やしつつあり、欧州でもエネルギー価格上昇が家計を圧迫している。

日本では、7月からの新型コロナ感染再拡大に対して制限措置は導入されておらず、今後も10～12月期まで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に支えられたプラス成長が続くと予測する。ただし、その効果が一服する年明け後には生活必需品の値上がりによる消費者の購買力低下の影響が優勢となり、一時的な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。

2022年4～6月期の実質GDP成長率の実績値は個人消費を中心に当社の前回予測を下回った。食品など生活必需品の値上がりが想定した以上に消費者の負担となっていることが窺われ、加えて金利上昇や資材価格上昇が住宅投資の重石となっていることなどから、2022年度の実質GDP成長率予測は前年比+1.7%と前回5月予測（同+2.2%）から0.5ポイント下方修正した（図表2）。四半期ごとの成長率は、2022年7～9月期：前期比年率+2.1%、10～12月期：同+1.6%、2023年1～3月期：同▲1.2%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+0.4%と前回（同+0.7%）から0.3ポイント下方修正した。なお、実質GDPがコロナ前のピークである2019年4～6月期の水準に到達する時期は2025年1～3月期と予想する。

3. 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。7月の失業率は2.6%と、緩やかな低下傾向が続いており、コロナ前の2019年12月の水準に近づきつつある。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。宿泊業・飲食サービス業などの対面型のサービス業に加え、製造業でも求人増加傾向が続いている。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物価上昇率を下回る伸びが続くだろう。厚生労働省が8月5日に発表した民間主要企業春季賃上げ要求・妥協状況によると、令和4年の賃上げ率は2.20%と前年（1.86%）を0.34ポイント上回った。岸田内閣は2022年度の最低賃金の引き上げ幅（目安）を31円（率にして3.3%）と発表している。もっとも、雇用者全体として見れば今のところ、物価上昇に見合って賃金が上昇しているとは言い難い。6月の毎月勤労統計の現金給与総額は前年比2.2%増加となったが、このうち特別給与（夏季賞与など）による寄与分が1.2ポイント、所定内給与による寄与分が0.7ポイントである。消費者物価（除く生鮮）の上昇率が前年比2%台前半で推移するなか、所定内給与による寄与分が横ばい圏であることから、賞与月を除けば名目賃金の伸びが物価上昇率を下回っており、消費者の実質的な購買力は削がれていることになる。また、現金給与総額のもう一つの構成要素

図表2. 日本経済の見通し

	2021年度実績	2022年度予測		2023年度予測	
		前回 2022年5月 時点	2022年5月 時点	前回 2022年5月 時点	2022年5月 時点
名目国内総生産（兆円）	541.6	554.5	554.0	566.5	560.4
	1.3	2.4	2.3	2.2	1.2
実質国内総生産（兆円）	536.9	545.9	548.6	548.2	552.2
	2.3	1.7	2.2	0.4	0.7
内 需	1.5	2.0	2.7	0.3	0.6
民間 需 要	1.5	1.9	2.8	0.2	0.6
民間最終消費	2.6	2.9	4.3	0.2	0.1
民間住宅投資	▲1.6	▲4.4	0.5	▲2.3	0.0
民間設備投資	0.6	2.6	3.3	1.9	3.1
公 的 需 要	0.0	0.1	▲0.0	0.1	0.1
政府最終消費	2.0	1.2	0.4	0.2	0.2
公的固定資本形成	▲7.5	▲2.7	▲2.5	1.6	0.2
財貨・サービスの純輸出	0.8	▲0.3	▲0.6	0.1	0.0
財貨・サービスの輸出	12.5	6.1	8.4	3.0	3.3
財貨・サービスの輸入	7.2	7.5	11.4	2.3	3.0

注1. 実質値は2015暦年連鎖価格

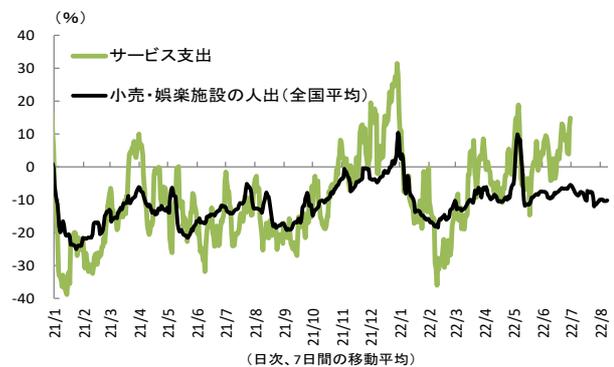
注2. 内需、民間需要、公的需要、純輸出は寄与度

である所定外給与(残業代)増加の寄与分もこのところ0.3~0.4ポイント程度あるものの、残業代の増加で物価上昇の一部をカバーするという姿は困窮化ともいえる。消費者物価(除く生鮮)の前年比上昇率は年末頃まで2%台前半で推移すると見込んでおり、名目賃金の伸びが上回る状況が続くだろう。名目賃金の伸びが物価上昇率に追いつく時期は2023年度後半と考えている。

個人消費は、まん延防止等重点措置の適用解除を受けて緩やかに増加している。4~6月期の民間最終消費支出は前期比1.1%増となった。コロナ禍でのペントアップ需要の発現もあって、外食や宿泊、旅客輸送といったサービス消費が前期比1.4%増となって個人消費全体を押し上げた。一方で耐久財は同0.3%増、非耐久財は同0.4%増と緩やかな伸びとなった。もっとも、4~6月期の個人消費の伸びは当社の前回予測を下回っており、物価高への懸念が消費者の心理面を悪化させている点には留意が必要だ。内閣府「消費動向調査」によると、消費者心理を表す消費者態度指数(二人以上の世帯)は低下傾向が続いている。

10~12月期まで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に支えられ、個人消費は緩やかな伸びが見込まれる。もっとも、サービスへの支出と連動性が高い小売・娯楽施設の人出は7月以降、やや軟調に推移している。猛暑の影響による外出回避も影響していると思われるものの、制限措置はなくとも感染リスクを下げるため小売・娯楽施設等への来訪を控える人々も存在するだろう(図表3)。このため、結果として7~9月期におけるコロナ禍でのペントアップ需要の発現はマイルドなものとなり、その一部が10~12月期に持ち越されると予想する。また、6月の上海市におけるロックダウン解除を受けて物流改善が進んでいるため、自動車販売は増加していくだろう。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。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3. 人出とサービス支出の推移

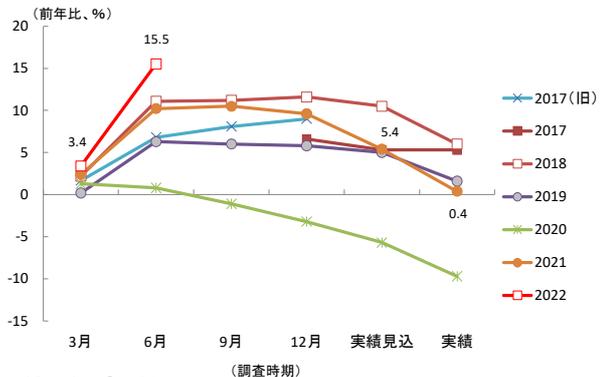


(資料) Google「Community Mobility Report」、総務省「家計調査」より富国生命作成
(備考) ベースライン(2020/1/3~2/6の曜日別中央値)からの変化率

4. 設備投資は堅調な企業収益を背景に持ち直しが続く

4~6月期の実質設備投資は前期比1.4%増と2四半期ぶりに増加した。ソフトウェア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6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15.5%増と3月計画から大幅に上方修正され、過去の年度と比較しても同時期として高い計画が示されている(図表4)。先行指標である機械受注(船舶・電力を除く民需)は4~6月期が8.1%増となった。製造業では造船業やはん用・生産用機械製造業を中心に、非製造業では建設業や卸売業・小売業を中心に、ともに高い伸びとなった。7~9月期は前期の高い伸びの反動も

図表4. 設備投資計画調査(全規模・全産業)



(資料) 日本銀行「日銀短観」
(備考) ソフトウェアを含む設備投資額(除く土地投資額)
2017年12月調査には、調査対象企業の見直しによる不連続が生じている

あつてやや減少と見込まれるが、基調としては緩やかな増加が続くだろう。法人企業統計によると、2022年4~6月期の全産業ベースの経常利益は前期比5.5%増と、堅調に推移している。先行きについても、原材料価格高騰に対する川下への価格転嫁にも一定程度の進捗がみられるなか、中国の上海市におけるロックダウン解除による物流改善、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、データ解析の高度化や営業活動の効率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緩やかな増加が続くと予想する。

5. 消費者物価と金融政策

消費者物価は上昇率がやや高まっている。7月のコアCPI（生鮮食品を除く消費者物価総合）は前年比+2.4%と、6月から0.2ポイントの上昇となった（図表5）。エネルギーのプラス寄与はやや縮小傾向にある一方、生鮮食品を除く食料によるプラス寄与がやや拡大している。

今後のコアCPIは、年末頃まで前年比2%台前半の伸びが続いた後、やや鈍化していくだろう。大手通信事業者が昨年

年に実施した携帯電話通話料の引き下げによるマイナス寄与は、既にその約3分の2が剥落しているが、今年の秋頃には残りの部分が剥落することで0.6ポイント程度、コアCPIを押し上げると見込まれる。一方、3月に一時130ドル台をつけた原油価格（WTI）はその後、世界経済の減速懸念などを背景に90ドル程度まで軟化しており、今後もエネルギー価格によるプラス寄与は縮小していくだろう。また、中国の上海市のロックダウン解除などで世界的な物流混乱が改善しつつあるなか、半導体在庫も一部で増加しているとの報道もある。異常気象やウクライナ情勢など食料品については供給面での懸念材料は多いが、その他の財については一般に、品不足による価格上昇圧力が緩和に向かうとみられる。2022年度のコアCPIの予測は前年比+2.2%と前回5月予測から0.2ポイント上方修正し、2023年度は同+1.7%と前回から0.3ポイント上方修正とした。

金融政策について、日銀は7月の決定会合でも10年国債金利を0.25%以下に抑制する姿勢を堅持し、金融緩和と継続をあらためて示した。また、黒田総裁は持続的な物価上昇には賃金の上昇が重要であるとの認識も示した。先に述べた通り、年末にかけて物価上昇率は2%を超える水準で推移するとみられるが、日銀はその持続性への懸念を理由に当面、現行の金融政策を維持するだろう。もっとも、金融市場においては、2023年4月の黒田日銀総裁任期満了が近づくとつれ、日銀の金融政策の変更への思惑が高まる可能性に留意する必要があるだろう。

6. エネルギー価格の再上昇や中国経済の失速などがリスク要因

エネルギー価格はこのところ頭打ちとなっているが、北半球の冬期に向けた需給環境は楽観できない。地政学リスクの一段の悪化などがエネルギー価格の再上昇、ひいてはインフレの再加速に繋がり、金融資本市場の織り込みを大幅に超える利上げを各国中銀が強いられば、市場の大きな混乱やグローバルなスタグフレーションを招くだろう。不動産市場の一段の悪化など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。

（財務企画部 高松 千之）

図表5. 消費者物価指数の推移

