

# 国内外経済の動向

振れをともないつつも、国内景気の回復基調は維持

## 【ポイント】

1. 日本の2022年7～9月期の実質GDP成長率は、内需はプラスを維持したものの、輸出が海外経済の減速を背景に伸び悩み、4四半期ぶりのマイナス成長となった。
2. 2023年度にはコロナ禍でのペントアップ需要の効果が一服することで成長率が鈍化するものの、円安効果により企業収益が下支えされて設備投資が底堅く推移し、人手不足と物価上昇への対応から企業が緩やかながらも賃上げを継続して消費が一定程度支えられるため、国内景気の回復基調は維持されるだろう。
3. 中国の不動産バブルが崩壊し、深刻な金融危機に発展するリスクがある。一方で、産油国の減産への足並みの乱れなどによるエネルギー価格の低下などを通じて、グローバルなインフレ圧力が低下する可能性も考えられる。

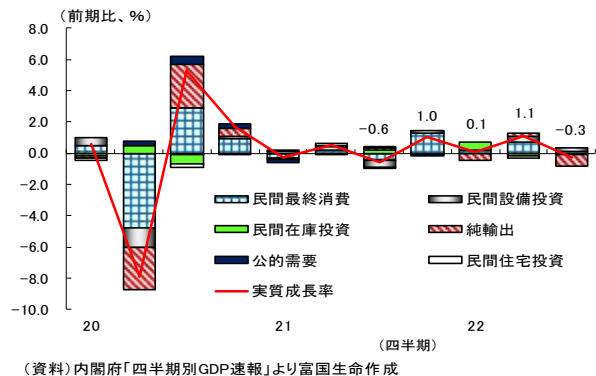
当社は、2022年7～9月期のGDP統計を踏まえて、2022・2023・2024年度日本経済見通しを改訂した。本稿では、日本経済見通しにおける主な需要項目を中心にまとめる。

## 1. 7～9月期は4四半期ぶりのマイナス成長

11月15日に発表された2022年7～9月期の一次速報値によると、実質GDP成長率は前期比▲0.3%、年率換算▲1.2%と4四半期ぶりのマイナス成長となった（図表1）。需要項目別にみると、民間最終消費は前期比+0.3%と4四半期連続の増加となった。住宅投資は同▲0.4%と5四半期連続の減少となった。設備投資は+1.5%と2四半期連続の増加となった。在庫投資の寄与度については、▲0.1ポイントとなった。公的需要は、公的固定資本形成が同+1.2%と2四半期連続の増加となり、政府消費は同+0.0%となった。内需全体では同+0.4%とプラスを保っている。輸出は自動車、半導体製造装置、貨物輸送等の増加から同+1.9%と4四半期連続の増加となる一方、輸入は広告サービス、石油・石炭製品、貨物輸送等の増加から同+5.2%と4四半期連続の増加となった。輸入の伸びが輸出の伸びを大きく上回り、外需寄与度は同▲0.7ポイントとなった。

なお、2022年7～9月期の実質GDP水準は、感染拡大前の2019年10～12月期を上回る水準を維持したものの、それ以前のピークである2019年4～6月期を2.5%下回る水準にとどまっている。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▲0.2%となり、名目GDP成長率は同▲0.5%（年率換算▲2.0%）となった。

図表1. 実質GDP成長率の推移



## 2. 2023年度はペントアップ需要の一服で成長率鈍化も、景気の回復基調は維持と予測

世界経済は、高インフレを抑制すべく主要中銀が利上げを継続するなか、住宅投資など金利に敏感な部門の弱さに加えて、企業の景況感悪化により雇用調整の動きも顕在化して

いくことで個人消費が抑制され、総じて成長ペースの減速が続くだろう。

日本では、海外経済の減速による輸出の伸び悩みに加えて、生活必需品の値上がりによる消費者の購買力低下も重石となっているものの、新型コロナ感染者数抑制のための制限措置の撤廃により、当面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海外に遅れて発現して、緩やかな成長となるだろう。2023年度にはペントアップ需要の効果が一服することで成長率が鈍化するものの、円安効果により企業収益が下支えされて設備投資が底堅く推移し、人手不足と物価上昇への対応から企業が緩やかながらも賃上げを継続して消費が一定程度支えられるため、景気の回復基調は維持されるだろう。

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		2024 年度 予測
		前回 2022年8月 時点	前回 2022年8月 時点	前回 2022年8月 時点	前回 2022年8月 時点	
名目国内総生産（兆円）	541.5	553.9	554.5	570.5	566.5	583.0
	1.3	2.3	2.4	3.0	2.2	2.2
実質国内総生産（兆円）	536.8	547.2	545.9	550.4	548.2	554.7
	2.3	1.9	1.7	0.6	0.4	0.8
内 需	1.5	2.4	2.0	0.5	0.3	0.6
民間 需 要	1.5	2.3	1.9	0.5	0.2	0.6
民間 最 終 消 費	2.6	3.1	2.9	0.9	0.2	0.7
民間 住 宅 投 資	▲ 1.7	▲ 4.1	▲ 4.4	▲ 1.7	▲ 2.3	▲ 1.1
民間 設 備 投 資	0.6	3.4	2.6	1.9	1.9	1.7
公 的 需 要	▲ 0.0	0.2	0.1	0.0	0.1	▲ 0.0
政府 最 終 消 費	2.0	1.3	1.2	▲ 0.2	0.2	▲ 0.2
公 的 固 定 資 本 形 成	▲ 7.5	▲ 2.3	▲ 2.7	1.5	1.6	0.5
財貨・サービスの純輸出	0.8	▲ 0.4	▲ 0.3	0.1	0.1	0.2
財貨・サービスの輸出	12.4	6.0	6.1	3.6	3.0	1.7
財貨・サービスの輸入	7.1	8.3	7.5	3.2	2.3	0.8

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

2022年7～9月期の実質GDP成長率の実績値は、輸出が中国経済な

などの減速を背景に伸び悩んだことから前回の当社予測を下回った。ただし、4～6月期の実質GDP成長率が前回予測時から上方修正されており、均してみればそれほど弱い動きではない。また、10月28日に閣議決定された政府の「物価高克服・経済再生実現のための総合経済対策」に盛り込まれた家計の電気代・都市ガス代の負担軽減策などによるGDPへのプラス寄与を踏まえ、2022・2023年度の見通しをそれぞれ上方修正した（図表2）。

2022年度の実質GDP成長率予測は前年比+1.9%と前回8月予測（同+1.7%）から0.2ポイント上方修正した。四半期ごとの成長率は、2022年10～12月期：前期比年率+2.0%、2023年1～3月期：同+1.6%と予想する。2023年度の実質GDP成長率は、前年比+0.6%と前回（同+0.4%）から0.2ポイント上方修正した。また新たに2024年度の実質GDP成長率を同+0.8%と見込んでいる。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年度と予想する。

### 3. 個人消費はペントアップ需要が一服後、鈍化を見込む

雇用環境は緩やかに改善している。10月の失業率は2.6%と、コロナ前の2019年12月の水準は若干上回るものの、歴史的にも低水準で横這い傾向にある。10月の就業者数（季節調整値）は6,736万人と、概ねコロナ前の水準まで回復した。労働力人口の緩やかな増加傾向が続いており、コロナ禍で一旦仕事を諦めた人の職場への復帰が進んでいると思われる。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、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、その他の業種でも幅広く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。労働組合の全国中央組織である連合は2023年の春季労使交渉で、基本給を一律に上げるベースアップ（ベア）と定期昇給を合わせた賃上げ要求を5%程度にすると発表した。大企業の経営側からも物価高に配慮し、ベア中心の賃上げを支持する声は出ている。もともと、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。9月の毎月勤労統計の現金給与総額は前年比+2.2%となり、なかでも所定内給与の伸びが同+1.4%と同+

1%程度で推移していた今年前半よりは高まっていることは若干の明るい兆しとはいえる。それでも10月のコアCPI（生鮮食品を除く消費者物価総合）が前年比+3.6%まで加速するなか、消費者の実質的な購買力は削がれている。企業は緩やかながらも賃上げを継続するだろうが、年明け後もコアCPIは前年比+2%台半ばで推移すると見込んでおり、名目賃金の伸びが物価上昇率を下回る状況はしばらく続くと考えている。

個人消費は、緩やかに増加している。7～9月期の民間最終消費支出は前期比+0.3%となった。衣服などの半耐久財が同+4.7%、外食等のサービス消費が+同0.3%となった一方、耐久財は同▲3.5%とやや軟調だった。ワクチン追加接種の進展などにより制限措置は再導入されなかったものの、7月から8月にかけては新型コロナ感染第7波の影響で一定の外出控えがあったと見られる。3年ぶりに行動制限のないお盆休みとなったが、飲食店では一般に平日と夜の客足が鈍化し、居酒屋などでは大人数の宴会がほぼなくなり、ファミリーレストランでも堅調な売り上げは一部店舗、お盆期間に限られたようだ。しかし9月に入ると新規感染者数は減少傾向となり、飲食店からも「来客の一組当たりの人数が増えている」、「少しずつではあるがパーティー需要が出てきている」など売上げ回復を示唆するコメントが聞かれた。

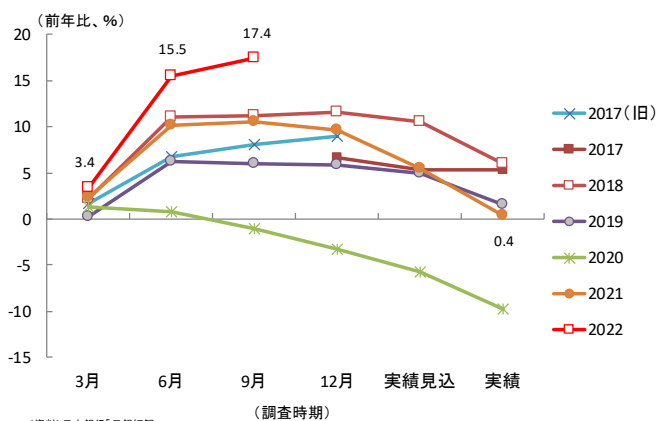
1～3月期まではサービス消費を中心にコロナ禍でのペントアップ需要に支えられ、個人消費は緩やかな伸びが見込まれる。11月からは再び新型コロナ感染者数が増加しており、第8波に入ったと報道されているが、制限措置が既に撤廃されたなかで4回目、5回目のワクチン接種も行われており、感染リスクを下げるため小売・娯楽施設等への来訪を控える人々は大幅には増加しないだろう。また6月の上海市におけるロックダウン解除を受けて物流改善が進んでいるため、自動車販売も緩やかな増加傾向を辿ると考えられる。ただし、ペントアップ需要が一服する2023年度には、物価高による家計の購買力低下の影響から個人消費は鈍化すると見込んでいる。もっとも、雇用環境が緩やかな改善を続けるなか、人手不足と物価上昇への対応から企業が緩やかながらも賃上げを継続することに加え、政府による家計の電気代・都市ガス代の負担軽減策もあって消費は一定程度支えられるだろう。

#### 4. 設備投資は円安効果が下支えする企業収益を背景に持ち直しが続く

7～9月期の実質設備投資は前期比+1.5%と2四半期連続の増加となった。半導体製造装置等への支出が増加に寄与したものとみられる。

今後も設備投資は円安効果が下支えする企業収益を背景に緩やかに増加するだろう。日銀短観9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+17.4%と6月計画から1.9ポイント上方修正され、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3）。先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）は増加基調が続いている。7～9月期の受注額は前期の高い伸びの反動もあって前期比▲1.6%となったものの、10～12月期の受注額見込みは同+3.6%となっている。製造業では自動車工業や情報通信機械工業からの受注が引き続き好調なほか、化学工業からの受注が上向いており、非製造業では運輸業・郵便業や金融業・保険業などが上向いている。法人企業統計によると、2022年4～6月期の全産業べ

図表3. 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

ースの経常利益は前期比+5.5%と、堅調な推移が続いている。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、円安効果もあっ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高まっている。10月のコアCPI（生鮮食品を除く消費者物価総合）は前年比+3.6%と、1982年2月以来の高い上昇率となった（図表4）。上昇率が加速した背景には、携帯電話通信料のマイナス寄与の縮小（前年の大手通信事業者による通信料引き下げプランの影響の剥落）に加えて、食料（生鮮食品を除く）のプラス寄与の拡大（値上がり率の増加）などがある。

もともと、年明け後にはコアCPIは2%台半ばへの鈍化が見込まれる。10月28日に閣議決定された「物価高克服・経済再生実現のための総合経済対策」にある、一般家庭向けの「低圧」電力契約に対する1kwhあたり7円の補助など、政府の物価高対策がコアCPIを0.7ポイント程度押し下げると想定するためである。その後、春頃からは各電力会社による経済産業省への規制料金の値上げ申請が承認・実施されて電力料金を押し上げるものの、一方で原油価格は世界経済の減速懸念などを背景にこのところ80ドル前後まで軟化しており、対前年比でのエネルギー価格のプラス寄与は徐々に縮小すると見込まれる。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、半導体製造装置など生産用機械の生産も持ち直している。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、食料品以外については一般に、品不足による価格上昇圧力の緩和が続くだろう。2022年度のコアCPIの予測は前年比+2.7%と前回8月予測から0.5ポイント上方修正し、2023年度は同+2.1%と前回から0.4ポイント上方修正とした。なお、2024年度は同+1.7%と予測している。

金融政策について、日銀は10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、黒田総裁は3%程度の賃上げがないと2%の物価上昇目標が達成できないと発言している。今後について、2023年4月の黒田総裁の任期満了後の早い時期に金融政策の修正を想定している。フォワードガイダンスの修正、政策金利のマイナスからの脱却とイールドカーブコントロールにおける対象年限の短期化がメインシナリオである。

## 6. 中国の不動産バブル崩壊のリスクがある一方、インフレ圧力低下の可能性も

中国経済の一段の成長ペース鈍化が不動産需要のさらなる低迷を招き、中国政府による銀行支援などによっても下支えすることが出来ず、最終的には不動産バブルが崩壊し、深刻な金融危機に発展するリスクがある。一方で、産油国の減産への足並みの乱れなどによるエネルギー価格の低下、国民からの外出制限への反発を懸念した中国政府のゼロコロナ政策の大幅な緩和による半導体不足の解消や物流の改善などを通じて、グローバルなインフレ圧力が低下する可能性も考えられる。

（財務企画部 高松 千之）

図表4. 消費者物価指数の推移

