

国内外経済の動向

日本経済は緩やかな成長を維持

【ポイント】

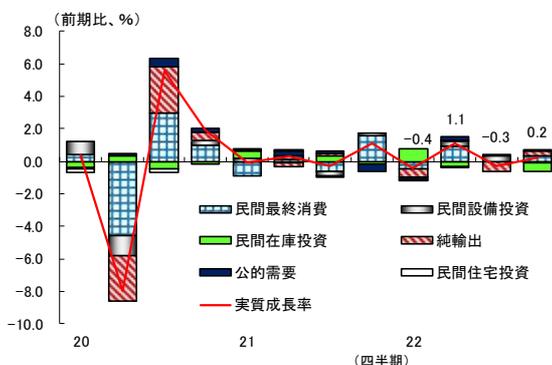
1. 日本の2022年10～12月期の実質GDP成長率は、輸出（訪日外国人の国内消費）などの増加から、2四半期ぶりのプラス成長となった。
2. 今後も、新型コロナの影響低下を受けた人出の増加、インバウンド消費のさらなる回復、部品不足の緩和による自動車の生産回復などにより緩やかな成長を維持するだろう。
3. 食料品価格の上昇に加えて、米国などと比較すれば限定的とはいえ、日本でも賃金上昇を通じてサービス価格にも一定の上昇圧力がかかるだろう。2022、2023年度ともコアCPIは前年比+3.0%と予測しており、日銀は2023年度中に金融政策の変更を開始するだろう。

当社は、2022年10～12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。本稿では主な需要項目、及び注目度が高いと思われる物価と金融政策の見通しを中心にまとめる。

1. 10～12月期は2四半期ぶりのプラス成長

2月14日に発表された2022年10～12月期の一次速報値によると、実質GDP成長率は前期比+0.2%、年率換算+0.6%と2四半期ぶりのプラス成長となった（図表1）。需要項目別にみると、民間最終消費は前期比+0.5%と3四半期連続の増加となった。住宅投資は同▲0.1%と6四半期連続の減少となった。設備投資は同▲0.5%と3四半期ぶりの減少となった。在庫投資の寄与度については、▲0.5ポイントとなった。公的需要は、公的固定資本形成が同▲0.5%と3四半期ぶりの減少となり、政府消費は同+0.3%となった。在庫投資の減少を主因に内需全体では同▲0.2%となった。輸出は旅行（訪日外国人の国内消費）などの増加から同+1.4%と5四半期連続の増加となる一方、輸入は広告サービス等の減少から同▲0.4%と5四半期ぶりの減少、外需寄与度は+0.3ポイントとなった。

図表1. 実質GDP成長率の推移



（資料）内閣府「四半期別GDP速報」より富国生命作成

2. 2023年度は新型コロナの影響低下を受けた人出の増加などで緩やかな成長を維持

世界経済は、高インフレとこれまでの主要中銀の利上げを受けた借入金利上昇、中国のゼロコロナ政策とその解除後の感染者数急増などから当面は低迷するものの、こうした逆風は徐々に弱まる見込みであり、年後半には回復に向かうだろう。

日本経済は、生活必需品の値上がりによる消費者の購買力低下や中国などへの輸出の停滞が重石となっているが、新型コロナの影響低下を受けた人出の増加、インバウンド消費のさらなる回復、部品不足の緩和による自動車の生産回復などにより緩やかな成長を維持

するだろう。また、2023年度後半には海外経済の回復を受けて生産と輸出が上向くとともに、人手不足と物価上昇に対応した賃上げの動きが徐々に中小企業にも波及し、個人消費を支えるだろう。

2022年10～12月期の実質GDP成長率の実績値は、個人消費を中心に前回の当社予測を下回った。生活必需品の値上がりによる実質購買力低下もあって、コロナ感染第7波の影響を受けた7～9月期からの回復が想定をやや下回った。これを受けて2022年度の見通しを下方修正する一方、新型コロナの感染症5類への分類変更を受けた人出の増加やインバウンド消費の更なる回復などを見込み、2023年度の見通しは上方修正とした。2022年度の実質GDP成長率予測は+1.6%と、前回11月予測(同+1.9%)から0.3ポイント下方修正、2023年度は同+0.7%と前回予測(同+0.6%)から0.1ポイント上方修正した。2023年1～3月期の成長率は前期比年率+1.7%と見込んでいる。

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11月 時点	前回 2022年11月 時点	前回 2022年11月 時点	前回 2022年11月 時点	
名目国内総生産(兆円)	550.6 2.4	564.7 2.6	553.9 2.3	584.6 3.5	570.5 3.0	591.7 1.2
実質国内総生産(兆円)	540.9 2.6	549.6 1.6	547.2 1.9	553.6 0.7	550.4 0.6	557.8 0.8
内 需	1.8	2.1	2.4	0.2	0.5	0.4
民間需要	1.4	2.0	2.3	0.2	0.5	0.4
民間最終消費	1.5	2.4	3.1	1.0	0.9	0.4
民間住宅投資	▲1.1	▲4.6	▲4.1	▲2.0	▲1.7	▲1.0
民間設備投資	2.1	2.7	3.4	1.3	1.9	0.9
公 的 需 要	0.4	0.1	0.2	0.1	0.0	0.0
政府最終消費	3.4	1.2	1.3	0.1	▲0.2	0.0
公的固定資本形成	▲6.4	▲3.7	▲2.3	0.8	1.5	0.5
財貨・サービスの純輸出	0.8	▲0.5	▲0.4	0.5	0.1	0.4
財貨・サービスの輸出	12.3	5.3	6.0	3.1	3.6	3.2
財貨・サービスの輸入	7.0	7.8	8.3	0.4	3.2	1.3

注1. 実績値は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

3. 個人消費は新型コロナの影響低下などに支えられて緩やかな伸びに

雇用環境は引き続き緩やかに改善するだろう。名目賃金の上昇率はやや高まるものの、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。アパレル製造・販売企業が発表した最大4割の賃上げは極端にせよ、大手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が出ている。労務行政研究所が2022年12月2日から2023年1月16日にかけて実施したアンケート調査でも、上場企業等の経営者による2023年の「実際の賃上げ見通し」は2.75%と、厚生労働省調査による2022年の主要企業の賃上げ実績の2.20%を0.55ポイント上回っている。中小企業について、商工組合中央金庫が昨年11～12月に実施した調査によれば2023年の賃上げ率は1.98%となっている。しかし、食料品価格の上昇が続くなかでは労働者は賃金上昇を求め、人材確保のためには収益的に厳しい中小企業といえども、実際にはこの数字を超える賃上げを実施すると考えている。

個人消費は、新型コロナの影響低下を受けた人出の増加などを受けて緩やかに増加している。10～12月期の民間最終消費支出は前期比+0.5%となった。外食、宿泊などサービス消費が同+1.4%、自動車など耐久財への支出が同+2.7%となった。日本フードサービス協会によれば10月の外食産業売上高は、全国旅行支援の開始や出入国時におけるコロナ感染の水際措置の緩和により客数が増加し、価格改定の寄与もあって売上高は前年同月比で+14.8%、コロナ感染拡大前の2019年同月比でも+5.5%と、初めてのプラスとなった。その後、年末にかけても個人客や家族客が増え、クリスマス前後の季節商品や年末の回転ずしなどを中心に堅調に推移した。もっとも、パブ・居酒屋などではコロナ第8波への警戒もあって、年末の企業の大口宴会にキャンセルが続くなど、全面的な回復とまではいえない。内閣官房の統計を用いて、全国主要地点の15時の人出をみると(コロナ前のピーク日の人出を1とした数値)、コロナ感染第7波が峠を越えた2022年10月以降は増加基調となっている。正月明け直後は例年通りに人出が落ち込んだが、1月中旬以降につい

でも昨年同時期（第6波の時期ではあるが）と比較すれば人出は増加している。もっとも、新型コロナがまだ深刻でなかった2020年の同時期（0.8～0.9程度）との比較では、まだ戻りきっていない。

新型コロナの感染症5類への移行による一段の人出の増加や良好な雇用環境に支えられ、今後も個人消費は緩やかな伸びが見込まれる。

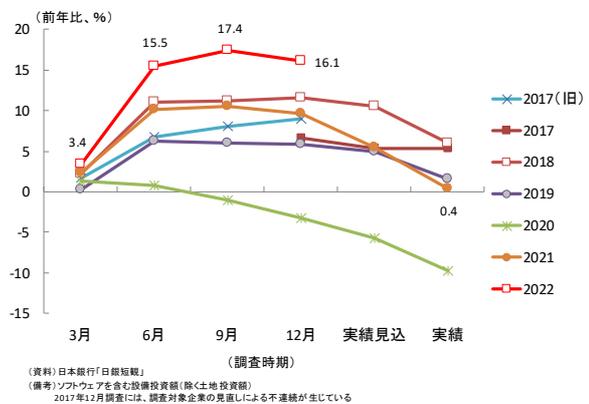
4. 設備投資は円安効果が下支えする企業収益を背景に持ち直しが続く

10～12月期の実質設備投資は前期比▲0.5%と3四半期ぶりの減少となった。半導体製造装置等への支出が減少に寄与したものとみられる。

今後の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な増加傾向が続くだろう。日銀短観12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+16.1%と9月計画から1.3ポイント下方修正されたが、引き続き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）。もっとも、先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）は半導体製造装置など、製造業を中心にややブレーキが掛かっている。10～12月期の受注額は前期比▲5.0%となった。ただし、1～3月期の受注額見込みは同+4.3%と持ち直しが見込まれている。

設備投資との関係が強い経常利益について、法人企業統計によって確認すると、2022年7～9月期（全産業ベース）に前期比▲5.3%と4四半期ぶりのマイナスに転じた。もっとも、このマイナスは電気業・建設業に集中しており、広汎な悪化とは言えなさそうだ。先行きについて、米国など海外経済の減速はマイナス要因であるものの、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と考えている。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傾向が続くと予想する。

図表3. 設備投資計画調査（全規模・全産業）



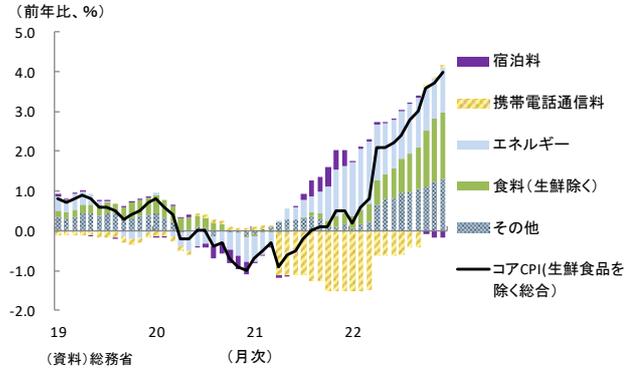
5. 消費者物価と金融政策の見通し

消費者物価は上昇率が高まっている。1月のコアCPI（生鮮食品を除く消費者物価総合）は前年比+4.2%と、1981年9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、10月にマヨネーズ、ビール、ハム、コーヒーなど多くの食料品で値上げが実施されたあとも、鶏卵などさらに幅広い品目に値上げが広がっている食料（生鮮食品を除く）による押し上げに加えて、電力会社が任意に設定できる家庭向け自由料金の上昇などを受けた、このところのエネルギーによるプラス寄与の再拡大などがある。

今後のコアCPIは、上昇率がやや鈍化するだろう。昨年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2月からコア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を背景にこのところ80ドル前後で安定的に推移しており、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。中国にお

けるゼロコロナ政策の事実上の終了とコロナ感染者数の急増（そして、その後の減少）は工場閉鎖（そして再開）など供給と需要の両面から間接的に日本の物価にも影響を及ぼすが、食料品以外の財については一般に、世界経済の減速を背景として品不足による価格上昇圧力が緩和していきだろう。もっとも、食料品については異常気象やウクライナ情勢など供給面での懸念材料が多く、物価上昇の鍵を握ると思われる。また、米国などと比較すれば限定的とはいえ、賃金上昇を通じてサービス価格にも一定の上昇圧力がかかるだろう。企業は人材確保に向けて物価高騰に対応した賃上げを迫られるとともに、最低賃金も10月には昨年と同率程度の引き上げが想定される。2022年度のコアCPIの予測は前年比+3.0%と前回11月予測から0.3ポイント上方修正、2023年度は同+3.0%と前回から0.9ポイント上方修正した。2024年度は同+1.9%と予測した。

図表4. 消費者物価指数の推移



金融政策について、足元のコアCPIの前年比上昇率が2%を超えているとはいえ、日銀はその持続性への懸念を理由に2023年4月の黒田総裁の任期満了まで、現行の金融政策を維持するだろう。昨年12月に日銀は10年国債金利の変動許容幅を±0.25%程度から±0.50%程度に拡大したが、現行のイールドカーブコントロールの方針である「10年物国債のゼロ%程度での推移」が変更されない限り、更なる変動許容幅の拡大は困難だろう。黒田総裁の後任として本稿執筆時点（2月28日）では、国会で植田和男氏を次期総裁とする人事案を審議中である。植田氏は次期総裁候補に関する報道後、「現在の日銀の政策は適切だ。現状では金融緩和の継続が必要だ」と述べている。しかし同氏はこれまで、金利上昇抑制のための日銀の買いオペ継続がハイパーインフレにつながるリスク、イールドカーブコントロールが債券市場の価格発見機能を低下させる副作用などについて発言している。イールドカーブコントロールは微調整に向かない仕組みとも述べたが、既に実施されている以上、段階的な出口戦略にならざるを得ないだろう。その廃止に向けてはまず、長期化した金融緩和政策の「点検」実施など市場とのコミュニケーションにも配慮するだろう。

先に述べたように、食料品価格を中心とした物価上昇が賃金上昇を通じてサービス価格上昇にも波及する結果、持続的な2%の物価上昇目標が見通せる状況になると予測している。2023年度中には金融政策の変更が開始されるだろう。第一段階としては「(中略)政策金利については、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している」と述べられ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。金融市場においては、先んじて日銀の金融緩和政策の変更への思惑が強まり、10年超の超長期金利には上昇圧力が強まっていくだろう。

6. 中国の不動産バブル崩壊、欧米などでの物価上昇率の再加速がリスク要因

中国における不動産需要の低迷が長引いている。不動産業者の倒産を防ぐための資金繰り支援などは打ち出されているが、失業率上昇もあって個人の住宅取得への意欲は盛り上がりがない。中国政府の舵取り如何によって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。また、上昇が一服したかに見える欧米などでの物価上昇率が、賃金とサービス価格のスパイラル的な上昇などから再加速すれば、市場の想定を上回る主要中銀の利上げにつながり、金融市場の混乱につながる可能性がある。

(財務企画部 高松 千之)