

2022年度・2023年度の景気予測（2022年2月改訂）

～22年4～6月期以降、景気は個人消費を中心に再び上向く～

2022年2月21日 調査部 小野 公嗣、北田 英治、白 鳳翔

TEL 045-225-2375

E-mail: k-ono@yokohama-ri.co.jp kitada@yokohama-ri.co.jp

【要約】

2021年10～12月期の実質GDP（国内総生産）は前期比+1.3%と、2四半期ぶりのプラス成長となった。緊急事態宣言が9月末で解除されたことなどを受けて、個人消費がサービス消費を中心に同+2.7%と急回復した。また、供給制約の緩和により自動車の生産が回復したことを受けて、輸出（同+1.0%）や設備投資（同+0.4%）も増加に転じた。

ただ、年明け後は国内でオミクロン株の感染が急拡大しており、景気回復が再び足踏みしている。個人消費は人流が抑制される中で対面型サービスを中心に落ち込み、また工場の稼働停止などに伴う自動車生産抑制の影響で輸出も弱含むと見込まれる。3月下旬にまん延防止等重点措置が全て解除されると想定しても、1～3月期の実質GDPは大幅な減速が避けられない。

2022年度を展望すると、年度前半までは資源高に伴う輸入物価の上昇や半導体不足の影響が続き、企業の生産活動や家計の消費行動の抑制要因になることが懸念される。ただその一方で、新型コロナについては、3回目のワクチン接種の進展やコロナ経口治療薬の普及などにより、感染の「第7波」が到来しても景気への影響は限定的なものにとどまろう。経済活動の正常化に伴う雇用所得情勢の改善に加えて、政府のG・O・T・o・トラベルなどの対策が支援材料となり、個人消費は対面型サービスを中心に回復していくとみられる。また輸出に関しても海外経済の回復を受けて増加基調で推移すると見込まれる。こうした内外需の回復を背景に設備投資も底堅く推移しよう。翌23年度には、海外経済の回復を背景に輸出や生産の増加が緩やかながら続く中で、企業収益や雇用所得情勢が改善し、設備投資や個人消費も緩やかに回復すると見込まれる。インバウンド需要も徐々に回復に向かおう。実質GDP成長率は、21年度が+2.5%、22年度が+2.9%、23年度が+1.8%と予測した。

なお、景気のリスク要因としては、①感染力の強い変異株の出現、②FRBの過度な利上げによる米国景気の失速、③地政学的リスクの高まりなどによる原油価格の急騰などがあげられる。

予測結果の総括表

<前回2021年12月予測>

単位：前年比、% （*は寄与度）	2020年度 実績	2021年度 見通し	2022年度 見通し	2023年度 見通し	2021年度 見通し	2022年度 見通し
実質GDP	▲ 4.5	2.5	2.9	1.8	2.6	3.3
民間需要*	▲ 4.6	1.5	2.4	1.5	1.6	2.4
公的需要*	0.8	0.0	0.3	0.3	0.3	0.5
輸出*	▲ 1.8	2.2	0.7	0.5	2.1	0.8
輸入*	1.2	▲ 1.1	▲ 0.4	▲ 0.5	▲ 1.3	▲ 0.5

注：輸入は控除項目。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。

出所：内閣府「四半期別GDP速報」などより浜銀総研作成

1. 2021年10～12月期の実質GDPは前期比+1.3%と2四半期ぶりのプラス成長

2月15日、内閣府が発表した2021年10～12月期の実質GDP（国内総生産、1次速報）は前期比+1.3%と、21年4～6月期以来、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、供給制約の緩和により自動車の生産が回復したことを受けて、輸出が同+1.0%と2四半期ぶりに増加した。一方、輸入は同-0.3%と2四半期連続の減少となり、それらの結果、外需（輸出－輸入）の実質GDPへの寄与度は前期比+0.2%ポイントと2四半期連続のプラスとなった。

国内需要では、個人消費が前期比+2.7%と急回復した。21年9月末に4回目の緊急事態宣言が解除されたことに伴うサービス消費の回復や、自動車生産の回復を受けた自動車を含む耐久財消費の増加がけん引役となった。また自動車生産の回復などを受けて、設備投資も同+0.4%と増加となった。

その他、住宅投資は同-0.9%と2四半期連続で減少した。政府部門では、政府消費が同-0.3%と21年1～3月期以来の減少となった。公共投資は同-3.3%と東日本大震災関連の復興事業が一巡したこともあって4四半期連続で減少した。

図表1 GDP（国内総生産）の内訳

(季調済、前期比、%)

	2019年			2020年				2021年			
	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期
名目GDP	0.7	-0.1	-2.2	0.7	-7.4	5.1	1.3	-0.4	0.2	-1.0	0.5
実質GDP	0.5	0.0	-2.8	0.4	-7.9	5.3	1.8	-0.5	0.6	-0.7	1.3
個人消費	0.1	0.6	-3.6	0.8	-8.6	5.3	1.6	-0.8	0.7	-0.9	2.7
住宅投資	1.4	0.8	-1.9	-4.9	-0.1	-4.7	-0.1	0.9	1.0	-1.6	-0.9
設備投資	0.2	2.3	-7.0	2.7	-6.9	-0.4	1.2	0.4	2.0	-2.4	0.4
在庫投資(寄与度)	(0.3)	(-0.6)	(0.1)	(-0.0)	(0.4)	(-0.5)	(-0.2)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(-0.1)
政府消費	1.0	0.7	0.0	0.1	0.4	2.1	0.8	-0.6	0.7	1.1	-0.3
公共投資	0.1	1.1	0.7	-1.0	3.8	1.0	2.0	-1.6	-3.3	-3.0	-3.3
輸出	0.3	0.3	-0.6	-4.6	-17.8	8.7	10.7	2.2	3.1	-0.3	1.0
輸入	1.2	2.2	-2.3	-3.6	-1.6	-7.0	5.5	3.0	3.8	-0.9	-0.3
国内需要(寄与度)	(0.7)	(0.4)	(-3.1)	(0.6)	(-5.2)	(2.7)	(1.1)	(-0.4)	(0.7)	(-0.8)	(1.1)
外需(純輸出寄与度)	(-0.2)	(-0.4)	(0.3)	(-0.2)	(-2.7)	(2.6)	(0.8)	(-0.1)	(-0.1)	(0.1)	(0.2)

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」

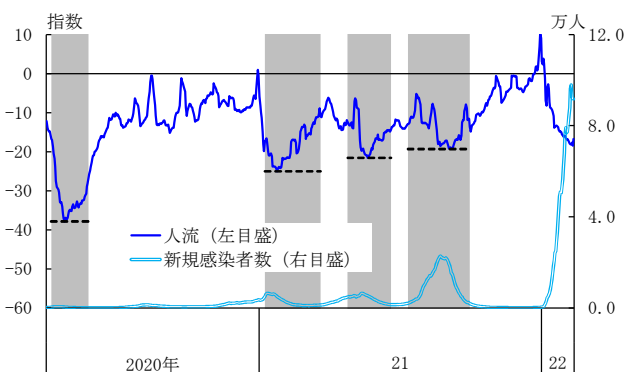
2. 予測の前提条件

(新型コロナウイルスについて)

新型コロナの感染については、まず足元の「第6波」は既にピークアウトしたとみられるが、現状、31都道府県において実施されている「まん延防止等重点措置」は、3月下旬には感染収束を受けて全て解除されると見込んだ（図表2）。

その後については、過去の感染の波を踏まえれば、今年の夏場までに感染拡大の「第7波」が到来する可能性があると考えられる。ただ、先行き①重症化抑制効果の高い経口治療薬が普及すること、②18歳以上の国民への3回目のワクチン接種が進展すること、③ワクチンの接種対象を子どもへ拡大することなどを踏まえると、「第7波」が到来しても重症者の発生が「第6波」よりも抑制され、また人々のコロナに対する警戒感も「第6波」より軽微なも

図表2 感染拡大で人流は抑制



注1: 人流は、20年1月3日～2月6日をベースラインとし、小売・娯楽施設への訪問数と滞在時間の変化率。

注2: それぞれ後方7日間の移動平均値で、直近は22年2月11日とした。

注3: シャドーは緊急事態宣言期間を示す(1回目20年4月7日～5月25日、2回目21年1月8日～3月21日、3回目4月25日～6月20日、4回目7月12日～9月30日)。

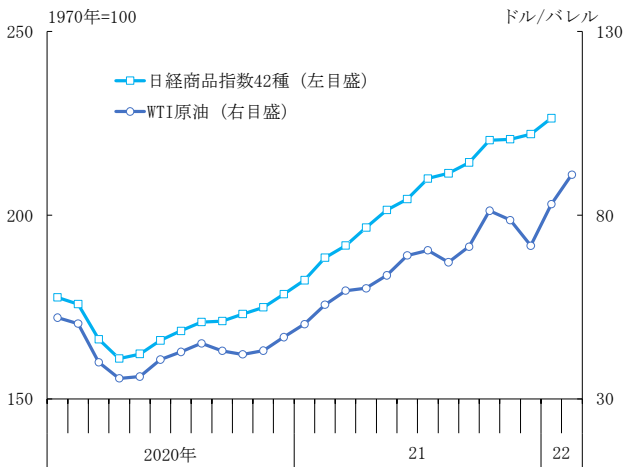
出所: Google「COVID-19 Community Mobility Reports」より浜銀総研作成

のにとどまると予想されるため、わが国の景気回復に深刻な影響を与えることは無いと想定した。

(資源価格の動向について)

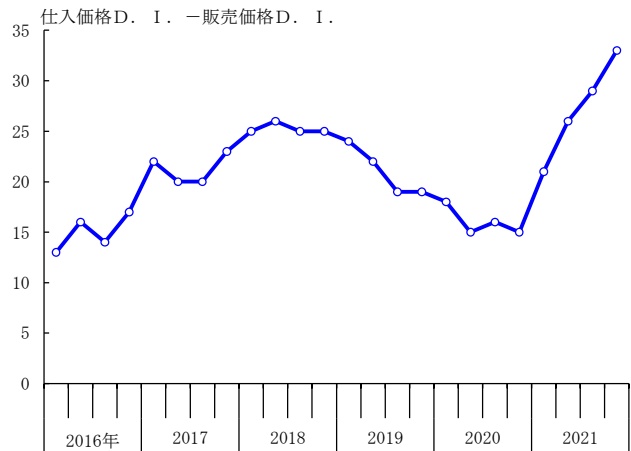
世界的な景気回復に伴う需要の増加に加えて供給制約などの要因もあって、原油などの資源価格は上昇基調で推移している(図表3)。これを受けて、日本銀行の短観のうち、仕入価格判断D. I. と販売価格判断D. I. の差をみると、2021年3月調査以降、明確に上昇していることがわかる(図表4)。資源価格が上昇した影響の多くの部分を、企業がコストとして吸収しているようだ。こうした資源高による企業収益の圧迫が、今後は設備投資の下押し圧力として働くことになるだろう。また、先行き消費者物価の上昇が明瞭になる段階では、物価の上昇が家計の購買力の低下を通じて消費活動に影響を及ぼすとみられる。

図表3 資源価格は上昇が続く



注：WTI原油は日次データ月平均値で22年2月16日まで。
出所：Bloombergより浜銀総研作成

図表4 企業のコスト負担は急激に増加



注：仕入、販売価格D. I. とともに単位は(「上昇」-「下落」・%ポイント)。数値が高いほど企業がコスト負担増加を意味する。
出所：日本銀行「短観」

なお、足元で上昇が続く資源価格は、地政学リスクが高まるもとで、当面、高水準で推移すると予想されるが、本稿では、①各国でコロナ対策として実施された景気刺激策の効果が剥落していくことや、②先進国を中心に金融緩和の修正が進むことなどによって、2022年の世界経済の成長スピードが鈍化することに加えて、③新興国にもコロナワクチンや経口治療薬が普及することで、資源の供給体制が整備されることなどから、2022年後半には資源価格がピークアウトすると想定した。

(その他-①政府の経済対策、②インバウンド)

今回の予測では、岸田政権が打ち出した経済対策のうち、特に個人消費に対して影響の大きい内容について織り込んだ(図表5)。実施が先延ばしされているGoToトラベルについては、「第6波」の収束を受けて、22年4~6月期に実施されるものと見込んだ。

また本稿では、22年度後半からビジネスでの渡航制限が緩和されると見込んだ。さらに23年度入

図表5 主な経済対策の効果(試算)

(億円)

主な内容	対象・内容	事業規模	消費増加効果
現金給付	子ども1人当たり現金5万円	19,473	7,124
	クーポンなど5万円		
	住民税非課税世帯10万円	14,323	4,900
	困窮学生向け支援	675	335
GoToトラベル	旅行代金の30%(上限あり)	13,239	35,745
	クーポン最大3,000円		
マイナポイント第2弾	カード作成 5,000円	18,134	188
	保険証利用 7,500円		488
	口座紐付 7,500円		
合計		65,844	48,780

出所：総務省「人口推計(2019年10月1日現在)」、内閣府「平成24年年次経済財政報告」、厚生労働省「国民生活基礎調査(2019年)」、財務省、内閣府、各種報道より浜銀総研作成

と、観光客も制限緩和の対象になることでインバウンド需要が徐々に回復に向かうものと想定した。ただ、一部の国では渡航の制限が依然として厳しく残ると見込まれるため、予測期間内（2023年度末まで）に本格的なインバウンドの回復には至らないとした。

（海外経済について）

米国経済：個人消費などに支えられて、2022年の実質GDPを前年比+3.7%と予測

2021年10～12月期の米国の実質GDP（国内総生産）は前期比年率+6.9%と、新型コロナウイルスの感染拡大で落ち込んだ7～9月期（同+2.3%）から伸びが加速した（図表6）。需要項目別にみると、個人消費が同+3.3%と前期（同+2.0%）から伸びが高まった。形態別には、サービス消費が同+4.7%（前期：同+8.2%）と堅調に推移した。また耐久財消費は同+1.6%と、半導体などの部品不足に伴う自動車減産を受けて落ち込んだ前期（同-24.6%）から増加に転じた。企業の設備投資も同+2.0%と、前期（同+1.7%）から伸びが若干加速した。投資の内訳をみると、構築物への投資が同-11.4%（前期：同-4.1%）と3四半期連続で減少する一方で、知的財産投資が同+10.6%（前期：同+9.1%）と高い伸びを維持した。なお、民間在庫の実質GDP成長率に対する寄与度は同+4.9%ポイントと、前期（同+2.2%ポイント）に続いてプラス寄与となった。在庫のひっ迫度合いが徐々に緩和している可能性があるといえよう。純輸出については、輸出が同+24.5%（前期：同-5.3%）と大幅な増加に転じる一方で、輸入も同+17.7%（前期：同+4.7%）と堅調に推移した。この結果、GDP成長率に対する外需（輸出－輸入）の寄与度は同0.0%ポイントと、前期（同-1.3%ポイント）のマイナス寄与が解消した。

このように、四半期ベースでみると21年10～12月期の米国経済は7～9月期に比べて高い成長率となったが、月次ベースの経済指標をみると、12月には米景気に減速の兆しが現れている。例えば、12月の実質個人消費支出（PCE）は前月比-1.0%と、21年2月以来の大幅な減少となった。新型コロナウイルスのオミクロン変異株の感染拡大によって人々の外出が抑制されたことや、インフレ加速によって購買意欲が減退したことなどが影響しているとみられる。また22年1月の消費者信頼感指数は113.8と12月の115.2からやや低下した。1月のISM（米供給管理協会）製造業景況指数は57.6（前月は58.8）、同月のISM非製造業景況指数は59.9（前月は62.3）と、いずれも好不調の分かれ目となる50を上回っているものの、3か月連続で低下した。他方、1月の非農業部門雇用者数は前月比46.7万人増（前月は同51.0万人増）と堅調に増加し、また同月の平均時給は前年比+5.7%と20年5月以来の大幅な伸びを記録した。賃金の上昇が物価の上昇につながっていることがうかがえる。

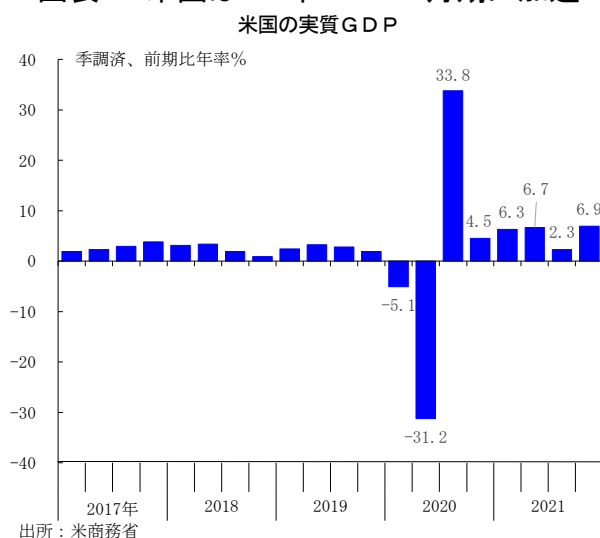
金融面では、FRB（米連邦準備理事会）による早期利上げ観測が高まっている。FRBは1月26日のFOMC（公開市場委員会）で政策金利のフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を0.00～0.25%で据え置いた。ただ、声明文には、「2%を優に超える物価と力強い労働市場を踏まえ、委員会はFF金利の誘導目標の引き上げがまもなく適切になると予想する」と明記し、次回3月の会合で利上げに踏み切る可能性を示唆した。FF金利の先物市場では、FRBが22年3月に利上げを開始し、22年中に0.25%の利上げが計6回行われることを既に織り込んでいる（図表7）。

こうした状況を踏まえた上で先行きを展望すると、22年1～3月期にはオミクロン変異株の感染拡大の影響で、個人消費や設備投資などの民間需要の増勢が再び弱まり、実質GDP成長率は減速すると見込まれる。ただ、米国の新型コロナ新規感染者数には、既にピークアウトの兆しが現れている。春先以降、コロナの感染が落ち着けば、雇用・所得情勢の改善に支えられて個人消費が堅調に推移し、再び米国景気をけん引しよう。また、企業部門でも収益の増加を背景に、旺盛な需要や人手不足に対応するための設備投資が増加すると期待される。サプライチェーンの混乱には一部で改善の動きが現れており、先行き供給制約が徐々に緩和に向かうとともに、インフレ圧力が弱まってくると予想され

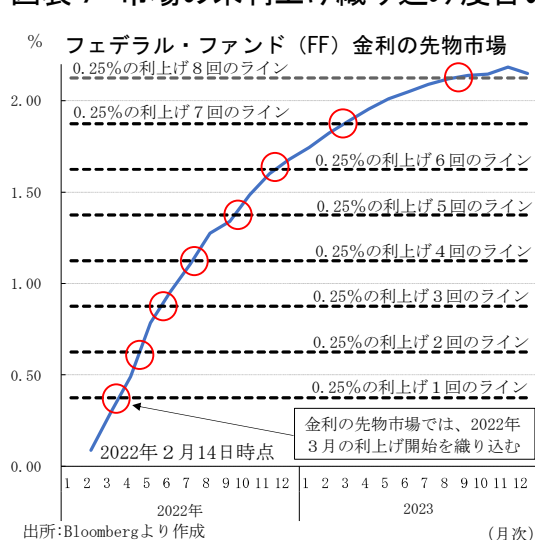
る。一方、財政政策については、コロナ禍で実施された大規模な経済対策の効果が減退していくことから、景気の減速要因となろう。また、FRBが22年3月から利上げを開始すると予想されることから、この点も次第に景気の下押し圧力になると見込まれる。22年の実質GDP成長率は+3.7%と、21年の+5.7%から鈍化すると見込んだ。

23年も景気の回復基調は続くものの、FRBの利上げの効果が本格的に効いてくると予想されることもあり、2%程度とみられる潜在成長ペースに向けて徐々に減速していく見通しである。23年の実質GDP成長率は+2.2%と見込んだ。

図表6 米国は21年10~12月期に加速



図表7 市場の米利上げ織り込み度合い



ユーロ圏経済：コロナ感染の収束などで2022年の実質GDPを前年比+3.5%と予測

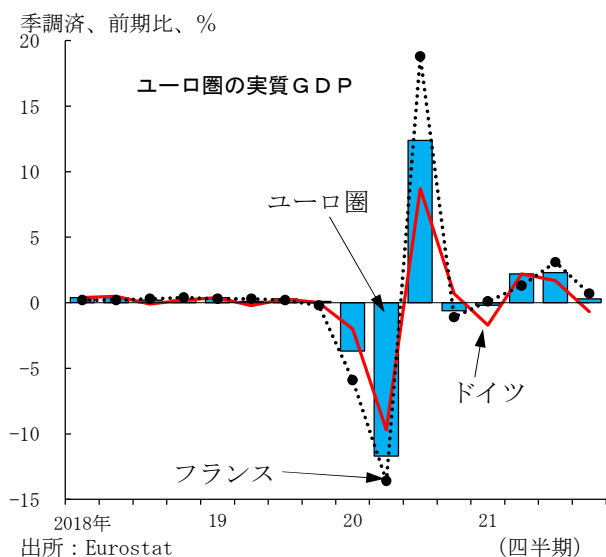
2021年10~12月期のユーロ圏の実質GDP（域内総生産）は前期比+0.3%と、3四半期連続でプラス成長を確保したものの、7~9月期（同+2.3%）から成長のスピードが鈍化した（図表8）。この背景には、11月から多くの国で新型コロナの感染が拡大し、各国政府が行動規制などの感染防止対策を強化したことがあげられる。また、エネルギー価格の高騰により個人消費が圧迫されたことも響いたとみられる。10~12月期の実質GDPを国別にみると、フランスが前期比+0.7%（7~9月期は同+3.1%）、イタリアが同+0.6%（同+2.6%）と減速しながらもプラス成長を維持する一方で、ドイツが同-0.7%（同+1.7%）と3四半期ぶりのマイナス成長となった。

金融面では、ユーロ圏でも消費者物価指数が大幅に上昇する中で（図表9）、ECB（欧州中央銀行）が金融緩和策の縮小を模索している。ECBは21年12月の理事会で、新型コロナ危機に対応して導入した緊急債券買い入れプログラム（PEPP）を22年3月末で終了することを決定した。また、これに伴って従来の資産購入プログラム（APP）の買入額を22年4~6月期に一時的に増額した上で、7~9月期から徐々に縮小する方針を示した。さらに、22年1月のECB理事会では主要な政策金利を予想通り据え置いたものの、ラガルド総裁が会合後の記者会見で今年の利上げについて「データ次第だ」と述べ、年内の利上げを否定する従来の姿勢を変更した。

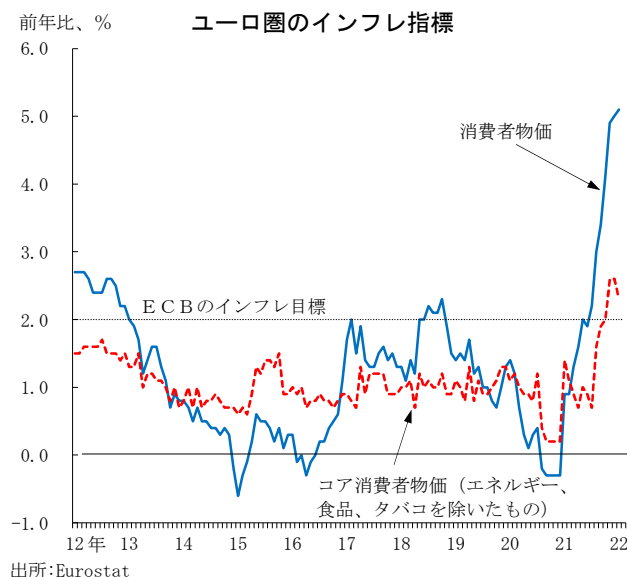
こうした状況を踏まえた上で先行きを展望すると、22年1月以降もユーロ圏内で多くの国々が感染防止対策を継続していることから、1~3月期は引き続き景気回復の動きが鈍いものにとどまろう。ただ、足元ではフランスやイタリア、スペインなどで、新型コロナの新規感染者数にピークアウ

トの兆しが現れている。先行きコロナの感染が収束すれば、個人消費がサービス消費を中心に再び増加すると見込まれる。また、世界景気の拡大の恩恵を受けて、輸出も堅調に推移しよう。ユーロ圏経済は22年にかけて成長率が加速すると見込まれる。EU（欧州連合）の復興基金による資金供与が本格化することもユーロ圏景気を下支えしよう。ただ、22年後半にはECBがマイナス金利政策の縮小を開始する可能性があり、23年にはECBの利上げがユーロ圏景気の下押し圧力になると予想される。ユーロ圏の実質GDP成長率は2022年が+3.5%、2023年が+2.0%と予測した。

図表8 ユーロ圏は21年10～12月期に減速



図表9 ユーロ圏の物価は大幅上昇



中国経済：景気下支え策強化の効果などから、2022年の景気は持ち直す見通し

中国の2021年10～12月期の実質GDP（国内総生産）は前年比+4.0%（前期は同+4.9%）と、20年4～6月期以来の低成長となった。10～12月期は、固定資産投資が同-7.8%と前期（同-2.3%）に比べて減少幅が拡大した。習近平体制による不動産投機取引の引き締め策強化を受けて、不動産業の投資が落ち込んだことが全体の足を引っ張った。一方、個人消費も減速している。10～12月期の小売売上高は同+3.5%と前期の伸び（同+5.2%）を下回った。内訳をみると、中国国内におけるコロナ市中感染の再拡大を背景に、外食関連が同-1.2%と20年7～9月期以来の減少に転じた。また、輸出の増勢も頭打ち感が現れた。10～12月期の通関輸出は前年比+23.0%と前期（同+24.2%）に比べて伸びが若干低下した。電力不足に伴う生産調整は年末にかけてほぼ解消されたものの、コロナワクチンの普及などによってベトナムなど一部の新興国の生産活動が持ち直しはじめたことから、中国で行われているアパレル製品などの代替生産が縮小方向となった。

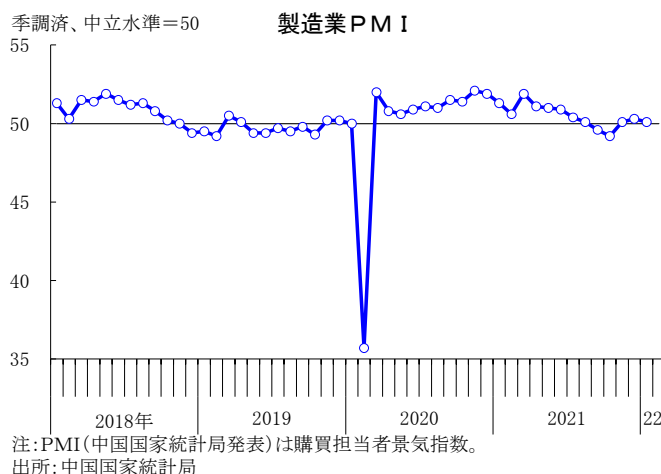
2022年1月以降も景気鈍化の兆しが示唆されている。1月の製造業PMI（購買担当者景気指数）は50.1（前月は50.3）と中立水準（50）の近辺へと低下した（図表10）。

こうした中、2021年12月に開かれた「中央経済工作会議」では、習体制が2022年の経済運営方針について「安定」を最重要視する姿勢を鮮明にした。この背景には、2022年秋に5年に一度の共産党大会の開催が予定されていることがあると考えられる。3期目を目指す習体制が国民からの求心力を高めるには、経済の安定が絶対条件となる。

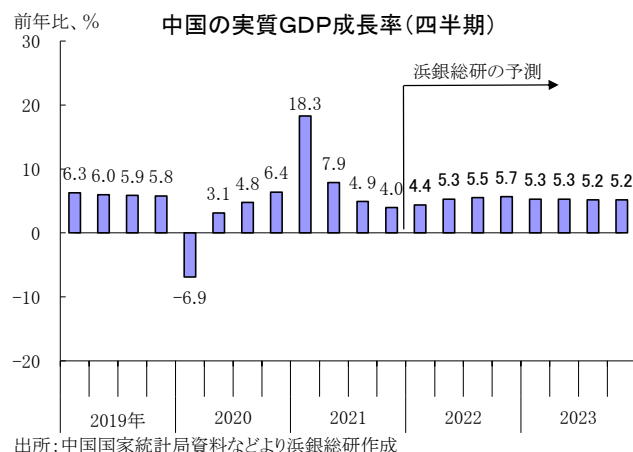
事実、習体制は足元で景気下支え策を強化している。まず、金融面では、中国人民銀行（中央銀行）が21年12月から22年1月にかけて、預金準備率を1回、平均LPR（最優遇貸出金利）の1年物

を2回引き下げた。また、財政面では、1月開催の国務院常務委員会の会議において、交通や通信といった重点建設プロジェクトの実行加速が決定され、同月の国家発展改革委員会では、新エネルギー車（NEV）の農村普及などの消費促進策が各地方政府に対して通知された。さらに習体制は、景気下支え策の一環として不動産投機取引の引き締め強化策を一段落させ、住宅購入支援に踏み切った。1月に中国政府が低所得者向け住宅供給推進策などの方針を打ち出し、中国人民銀行も住宅ローン金利の指標となる平均LPRの5年物を引き下げた。

図表 10 中国の製造業景況感は伸び悩み



図表 11 22年の成長率は徐々に高まる



こうした状況下、先行きの中国経済を展望すると、2022年については、前述のような景気下支え策の効果などから実質GDP成長率が徐々に高まると予想される(図表11)。まず、固定資産投資は、習体制による財政出動の効果を受けて年初からインフラ関連を中心に緩やかに持ち直す見込みである。また不動産投資についても、年前半は不動産投機取引の引き締めの影響が残り、低迷すると見込まれる。しかし、年後半になると住宅購入支援策の効果などから持ち直す展開となろう。次に、個人消費は、1～3月期にコロナ市中感染の再拡大を背景に一段と減速すると見込まれるものの、その後は緩やかに持ち直すとみられる。コロナの市中感染については、4～6月期以降、習体制がワクチンブースター接種の普及などに取り組むことにより抑制される見込みである。加えて、消費促進策の実施に伴う新エネルギー車や家電製品といった耐久財消費の増加も個人消費の持ち直しにつながると考えられる。一方、輸出に関しては、減速基調で推移しよう。新興国の生産活動がコロナワクチンの普及につれて持ち直し、中国の生産代替の規模がより縮小することがその背景にある。

続く2023年については、中国の実質GDP成長率が緩やかに低下すると見込まれる。まず、輸出は一段と弱含むとみられる。新興国の経済活動の本格的な復調を背景とする中国の生産代替のさらなる規模縮小に加えて、欧米先進国の景気減速も輸出の足を引っ張ろう。また、固定資産投資も再び弱含む見込みである。財政出動の規模縮小によるインフラ関連の減速に加えて、輸出の弱含みに伴う企業設備投資の伸び悩みが予想される。一方、個人消費は外食関連を中心に復調しよう。ブースター接種の本格的な普及や有効な治療薬の全面的な実用化につれて、コロナの市中感染が次第に沈静化することが個人消費の持ち直しを支える見込みである。

以上より、2022年の中国の実質GDP成長率を+5.3%、2023年を+5.2%と予測した。

3. 日本経済の見通し

(輸出：22年度は中国景気の持ち直しが支援材料となるが、23年度は増勢が緩やかに)

2021年10～12月期の実質GDPベースの輸出は前期比+1.0%と、21年4～6月期以来、2四半期ぶりの増加となった。海外経済がコロナ禍から回復するもとの、わが国からの輸出も再び増加した格好だ。輸出の水準はコロナ禍前（19年10～12月期）まで回復した。

日本銀行の実質輸出を財別にみると、21年10～12月期は自動車関連が前期比+3.8%と21年7～9月期の大幅な減少（同-13.5%）から一転して増加したほか、半導体製造装置などを含む資本財が同+1.2%と6四半期連続で増加した。一方、情報関連財は同-0.7%と2四半期連続で減少となった。自動車関連は、東南アジアからの部品の供給制約の問題が21年10～12月期になって解消に向かうもと、日本国内の自動車生産が回復に向かったことで輸出が増加した。

先行きを見通すと、22年度内の輸出は海外経済の回復に伴い増加基調で推移すると見込まれる。ただ、足元では国内の新型コロナの感染拡大を受けて、一部の自動車メーカーや部品メーカーなどで工場の稼働停止を余儀なくされており、22年1～3月期の輸出は減速が避けられない。その後22年度前半は、コロナの感染拡大による生産面の下押し圧力が弱まるものの、車載向け半導体の不足が続くことから、自動車関連の輸出は弱さが残ろう。一方、DXなどデジタル関連の投資需要は高い状態が続くことが予想され、半導体関連の輸出は半導体製造装置や半導体材料などを主体に好調を維持すると見込まれる。また22年度後半には、車載向け半導体の供給体制が強化されるとみられ、自動車生産が回復に向けた動きを徐々に強めることを通じて、自動車の輸出が復調する見通しだ。

仕向地別には、22年度には中国向けの輸出が全体を支えると見込まれる。米国やユーロ圏では、22年にはコロナ対応の財政政策の効果剥落などから、経済成長率が高水準ながらも21年に比べて鈍化すると見込まれる（図表12）。一方、中国では22年秋の共産党大会に向けて景気下支え策が強化され、四半期ベースの成長率が徐々に高まっていく公算が大きい。このことが、22年度の中国向け輸出の支援材料となろう。

ただ、23年に入ると、中国経済の成長スピードが景気対策の反動などから徐々に鈍化していくと見込まれる。米国やユーロ圏の経済成長率も鈍化していくため、23年度の輸出の増勢は緩やかなものになるとみられる。財別にみると、コロナ禍の中で進むデジタル関連の投資の需要は23年度になっても高い水準で推移するとみられ、それに付随して半導体関連の需要も好調さを維持するほか、主力の自動車関連も高水準で推移しよう。

図表12 米欧中の経済成長率見通し

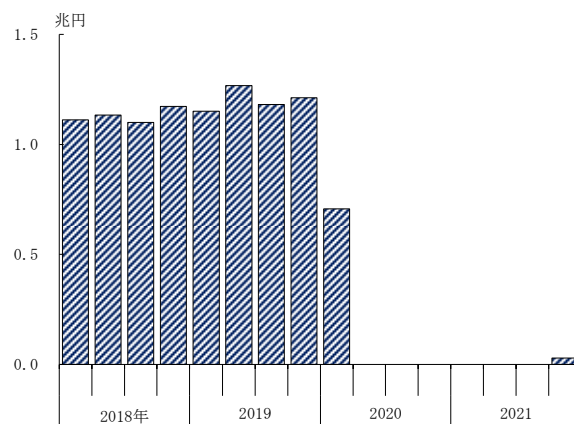
(実質GDP成長率、上段：%、下段：%ポイント)

	2021年	2022年	2023年
米国	5.7	3.7	2.2
ユーロ圏	5.2	3.5	2.0
中国	8.1	5.3	5.2

注：2021年は実績値（速報値含む）。22、23年は予測値。

出所：各種統計資料より浜銀総研作成

図表13 コロナ禍でインバウンド需要は消失



注：2020年4～6月期から21年7～9月期までは調査中止

出所：観光庁「訪日外国人消費動向調査」

なお、22年度後半には海外とのビジネス渡航の制限が解除されるとみているほか、23年度には旅行客の制限も解除され、インバウンド需要が回復に向かうとみられる。ただ、一部の国では渡航の制限が残ることで、予測最終期である24年1～3月期になっても、インバウンドによるサービス輸出はコロナ禍前（年換算4兆円程）の半分程度の水準までの回復にとどまろう（図表13）。

（設備投資：22年度前半までは資源高が下押し圧力、23年度は輸出鈍化で緩やかな回復へ）

2021年10～12月期の設備投資は前期比+0.4%と、2四半期ぶりの増加となった。設備投資の動向を示す資本財出荷をみると、21年10～12月期は前期比+2.3%と、7～9月期の減少（同-2.4%）から一転して増加となった（図表14）。ただし、輸送機械を除いた資本財の出荷は同-4.3%と前期（同-2.5%）に続いて減少した。すなわち10～12月期に設備投資が増加した要因は、自動車をはじめとする輸送用機器関連の投資の回復にあるとみられる。21年7～9月期には自動車の生産が低迷したが、21年10～12月期には部品の供給制約が解消に向かうもとで自動車生産が回復に向かい設備投資の増加につながったとみられる。

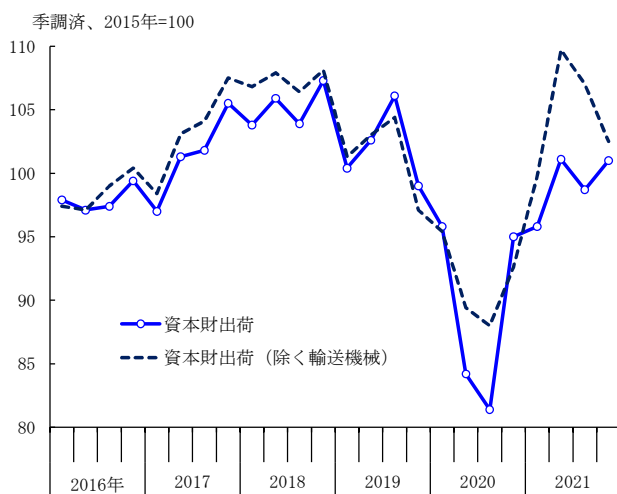
先行きを展望すると、22年1～3月期以降も設備投資は回復基調で推移しよう。設備投資のうち機械投資の先行指標である、工作機械統計の受注（内需）をみると、21年10～12月期に前期比+4.9%と増加が続いた（図表15）。このため、実行ベースでは22年1～3月期以降の設備投資に反映されることが見込まれる。ただ、新型コロナウイルスの感染拡大に伴う企業の生産活動の弱含みが、設備投資の抑制に繋がる点に注意を要しよう。さらに、資源高が企業収益の圧迫を通じて設備投資の下押し圧力となる点も気がかりだ。

22年4～6月期には、コロナの感染拡大による生産面への下押し圧力が弱まるもとで、設備投資も増勢を増すとみられる。ただ、資源高が続くもとで企業の投資スタンスには慎重さが残る点には注意が必要だ。夏場までに感染の「第7波」が到来する可能性があり、22年7～9月期には、企業の投資スタンスが慎重さを増すことで設備投資は一時的に弱含む見立てだ。

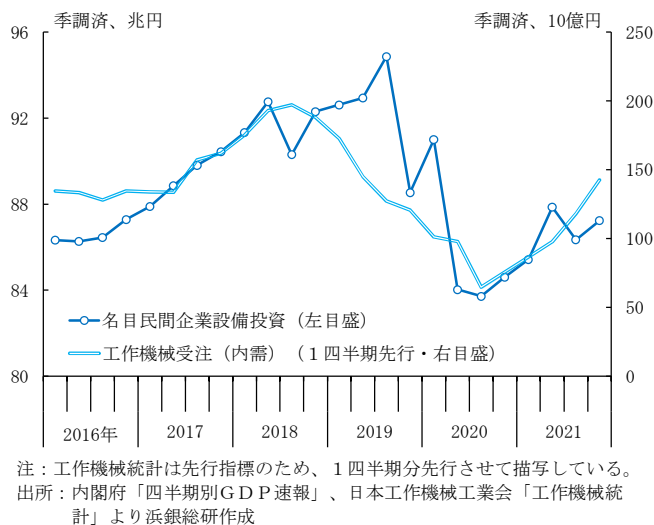
22年度後半には、資源価格が下落に向かうもと、投資スタンスの慎重さが和らぎ、設備投資に対する下押し圧力は弱まるとみられるため、設備投資は底堅く推移しよう。

23年度も設備投資は増加基調で推移しよう。デジタル関連投資のほか、脱炭素に向けた設備投資の実行が顕在化すると期待される。ただ、海外経済の成長率が緩やかなものになるもとで輸出の増勢が

図表14 資本財出荷は足元で回復



図表15 設備投資の先行指標も回復が鮮明



鈍化し、国内設備の稼働率改善の足取りが鈍くなることから、23年度には設備投資の増勢も緩やかなものになるだろう。

（個人消費：22年度前半に経済対策の効果が発現、23年度は雇用所得情勢の回復も下支え）

2021年10～12月期の個人消費は前期比+2.7%と、21年4～6月期以来、2四半期ぶりの増加となった。個人消費を形態別にみると、サービスが前期比+3.5%（寄与度前期比+1.1%ポイント）、耐久財が同+9.7%（同+0.4%ポイント）、半耐久財が同+6.0%（同+0.2%ポイント）、非耐久財が同-1.1%（同-0.2%ポイント）となった（図表16）。

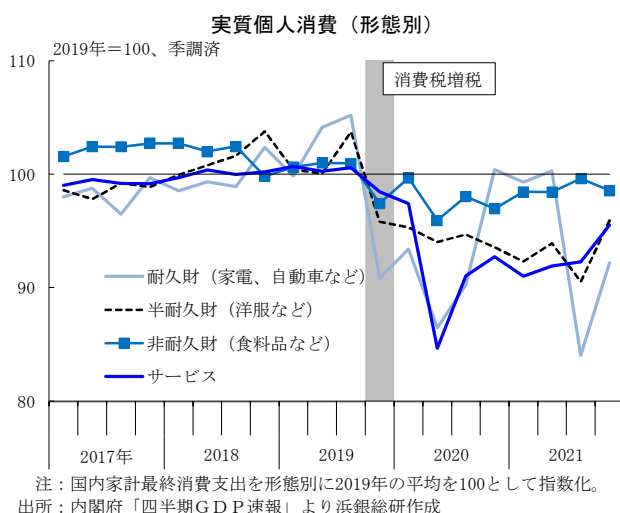
特にサービス消費は、21年9月末で4回目の緊急事態宣言が解除されたことに伴って鮮明な回復となった。これまで弱い動きとなっていた宿泊、飲食、娯楽などの対面型サービスを中心に持ち直したとみられる。事実、これらの消費と関連の高い人流は、10月から12月にかけて回復し、それにつれて、家計の外食支出も、10～12月期はコロナ禍前である2019年とほぼ同じ水準となった（図表17）。他方、耐久財消費をみると、新車販売台数は自動車生産の持ち直しを受けて、21年10～12月期に前期比+3.5%と改善した。家電販売については11月以降やや弱含んでいるが、四半期に均せば10～12月期は同+3.9%と増加した。

22年1～3月期の個人消費については、オミクロン型変異株による「第6波」の感染拡大を受けて、サービス消費が再び弱い動きになるとみられる。さらに自動車関連の生産が弱含んでいることが自動車販売の減速につながっている。これらを踏まえ、22年1～3月期の個人消費は弱い動きになるとみられる。ただ、デルタ型変異株の感染拡大で4回目の緊急事態宣言等が発出されていた21年7～9月期の水準を下回るほどの悪化は今のところ想定していない。人流の減少が限定的だからだ。

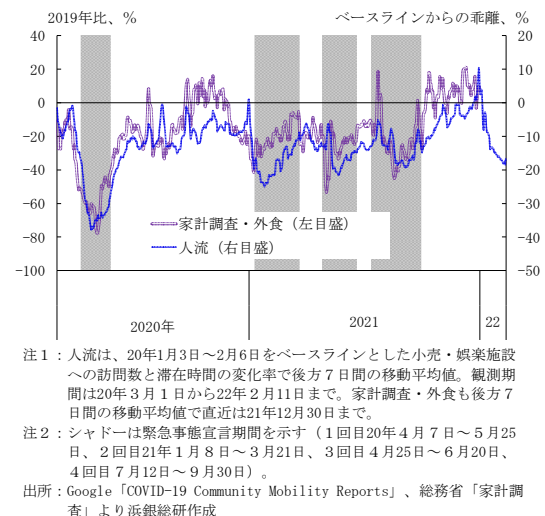
続く22年4～6月期には、1～3月期に抑え込まれた消費が反動となって現れるだろう。さらに、①政府の経済対策であるG o T oトラベルの実施と、②子育て世帯向けの給付金効果の発現も個人消費の支援材料になると見込まれる。21年10～12月期と同じように、サービス消費がけん引役となり景気を押し上げる公算だ。ただ、資源価格の高騰が、個人消費に対しても下押し圧力となり得る点には注意が必要だ。特に、ガソリン価格の高騰は、家計の購買力の低下を通じて消費活動に影響を及ぼすだろう。

続く、22年7～9月期も経済対策の効果が続くもとで個人消費は底堅さを維持しよう。夏場までに

図表16 サービス、耐久財の回復が鮮明



図表17 人流と家計消費（外食）



は新型コロナの感染「第7波」が到来する可能性があるものの、3回目のワクチン接種の進展や経口治療薬が普及するもとで、個人消費に与える影響は限定的なものになるろう。22年度後半には、政府の各種経済対策の効果が剥落するものの、資源価格がピークアウトすることで家計の負担感是和らぐとみている。雇用所得情勢の改善に支えられて、個人消費は底堅く推移しよう。さらに22年度後半以降、車載向け半導体の供給体制が強化されるとみられ、自動車生産が回復に向けた動きを徐々に強める見込みだ。23年度には雇用所得情勢の回復が続き、また自動車販売も回復に向けた動きが鮮明となることもあって個人消費は回復基調を維持する見通しだ。

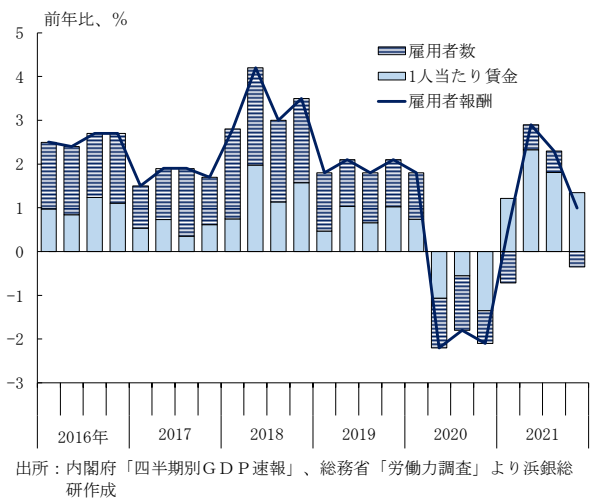
(雇用所得情勢：所得情勢の回復は鈍く、コロナ禍前への復帰は23年度になる見通し)

2021年10～12月期の雇用者報酬(名目)は前年比+1.0%と、7～9月期(同+2.3%)に比べて伸びが若干鈍化したものの、4四半期連続で増加した(図表18)。雇用者報酬を雇用面と所得面の動きに分解すると、雇用者数が同-0.3%と21年1～3月期以来の減少となった一方、一人当たり賃金が同+1.3%と4四半期連続の増加となった。

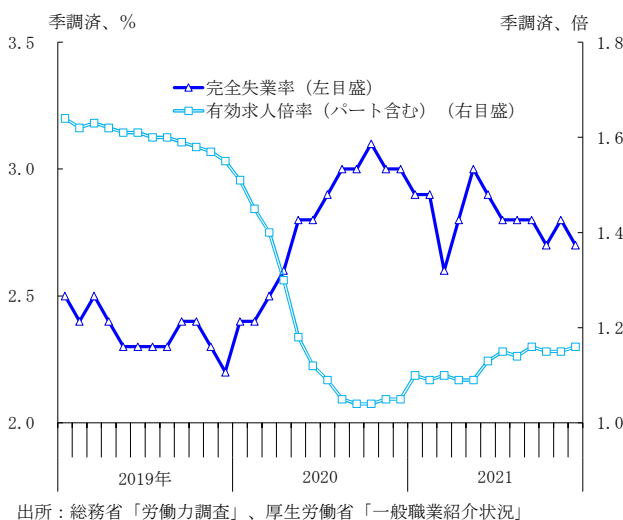
まず雇用情勢をみると、21年12月の完全失業率(季調済)は2.7%(2019年差+0.5ポイント)、同じく有効求人倍率(季調済、新卒除きパート含む)は1.16倍(同-0.39ポイント)と、それぞれコロナ禍の中での底を脱したとみられるが、回復テンポは緩やかであり、コロナ禍前の水準まで改善していない(図表19)。

その一方で、コロナ禍の中で急増した休業者数は4回目の緊急事態宣言が21年9月末で解除されたことを受けて、21年10月に急減少した。21年12月時点においては19年差+2万人だ(図表20)。内訳では、対面型サービス業(ここでは、「宿泊業、飲食サービス業」と「生活関連サービス業、娯楽業」の合計)の休業者数が同+1万人まで減少しており、ほぼコロナ禍前水準まで回復していることがわかる。21年10～12月期には、企業が社内に保蔵している

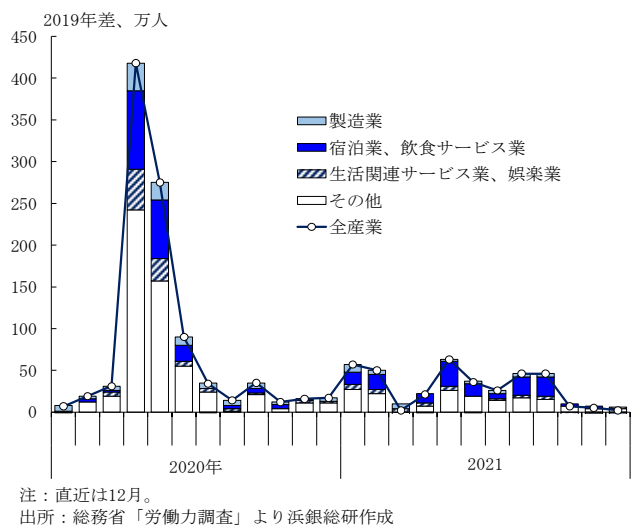
図表 18 名目雇用者報酬は改善傾向



図表 19 失業率と求人倍率は緩やかに回復



図表 20 休業者数は21年10月に急減



労働力を活用することによって、緊急事態宣言解除後の需要の増加に対応したとみられる。

先行きを展望すると、企業の人手不足感が雇用情勢の回復を後押しすると見込まれる。日銀短観（2021年12月調査）の雇用人員判断D. I.（「過剰」マイナス「不足」）をみると、全規模・全産業ベースで前回9月調査から4ポイント低下の-21と人手不足感が強まる結果になった。また、先行き判断D. I.（3か月後）は、12月調査から3ポイント低下の-24となった。調査時点では、コロナ感染「第6波」の影響が織り込まれていない点に注意を要するものの、基調として企業は人手不足感がさらに強まるとみているようだ。このため、経済活動の正常化とともに人手不足感が強い情報通信や建設などを中心に雇用の増加が期待できよう。また、22年4～6月期以降は、コロナ感染の収束を受けて、宿泊・飲食など対面型サービス業の雇用も増加していくとみられる。夏場までに「第7波」が到来しても、雇用情勢には大きな影響を与えず着実に改善に向かうとみている。

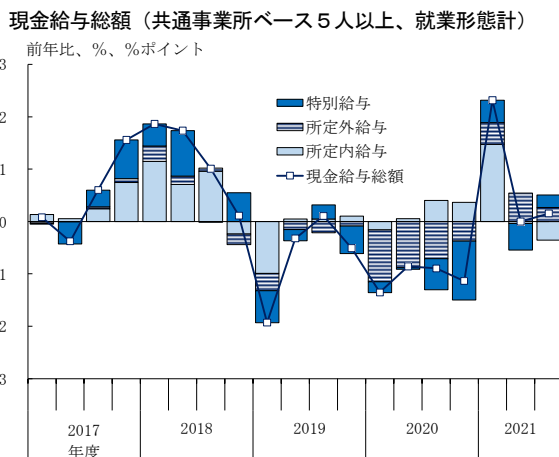
22年度後半以降も、景気の回復を受けて企業の人手不足感は強い状況が続くとみられる。コロナ禍前からの動きであった高齢者や女性の労働市場への復帰のほか、渡航制限の緩和によって外国人労働者の増加も緩やかに進むことで雇用者情勢を支えるだろう。こうした動きは23年度も継続するとみられる。

一方、所得情勢をみると、21年9～11月の現金給与総額は、前年比+0.2%と小幅に増加した。内訳をみると、所定内給与は前年比寄与度-0.4%ポイントとなったほか、所定外給与は同+0.3%ポイント、特別給与は同+0.2%ポイントとなった（図表21）。経済活動全体の持ち直しを反映して、所得情勢は振れを伴いつつも着実に回復に向かっているが、そのペースは緩やかなものにとどまっている。

先行きを展望すると、まず所定内給与は緩やかな増加が見込まれる。21年12月24日に閣議決定された、「令和4年度税制改正の大綱」では、「賃上げ促進税制」が強化されることが決まった。これを受けて、好業績企業を中心に賃上げに前向きな取り組みが期待される。22年の賃上げ予想率（労働側、経営側、専門家へのアンケート調査）をみると、2年ぶりに2%台に回復する結果となった（図表22）。政府が掲げる3%の賃上げ目標などもあって、一定程度の効果を上げるものとみられる。23年度に入っても賃上げ企業に対する税制面での補助が継続することもあり、回復に向けた動きが継続する見通しだ。

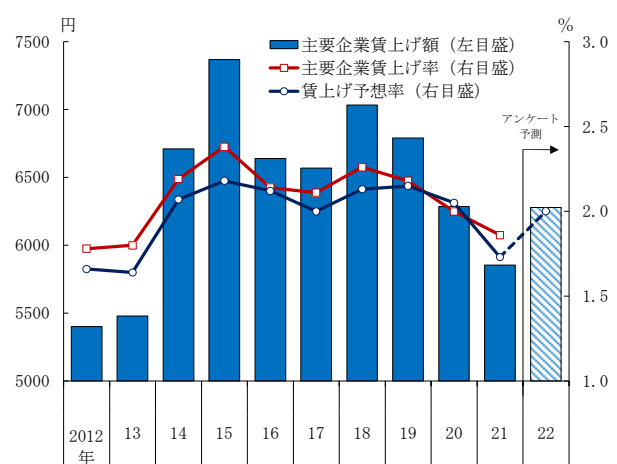
また所定外給与は、景気回復に伴う生産活動の増加によって回復基調に転じる見通しだ。ただ、足元のようにまん延防止等重点措置などが適用されている状況下では、特に対面型サービス業などの人流の影響を受けやすい業種の活動が落ち込むほか、感染の拡大を受けた自動車関連などの製造業種でも生産の増加は見込めない。そのため、所定外給与の回復は、22年4～6月期以降になる見込みだ。た

図表 21 所得の回復は鈍い



注：特別給与と支払い時期の誤差を最小化するために、各四半期は1Q：3～5月、2Q：6～8月、3Q：9～11月、4Q：12～2月とした。
出所：厚生労働省「毎月勤労統計」より浜銀総研作成

図表 22 2022年の賃上げ率は2%台に



注：賃上げ予想率は、労働側、経営側、専門家へのアンケート調査。
出所：労務行政研究所「労政時報 第4029号」より浜銀総研作成

だ、コロナ禍前から続く働き方改革などにより残業時間が縮小方向にあることから、所定外給与は回復に向けた足取りが鈍いものになることが予想される。23年度になると、海外経済の回復スピードが緩やかなものになることを受けて製造業を中心に生産活動の増加ペースも鈍化し、所定外給与の回復ペースはさらに緩やかなものになる見込みだ。

他方、特別給与（ボーナス）については、21年度の企業業績の改善を受けて、22年度の夏、冬ともに前年比で増加するとみられる。また翌23年度も企業業績の改善を背景とする特別給与の回復が続き、特別給与の水準はコロナ禍前に到達するとみられる。

総じて所得情勢は緩やかながらも回復が続き、23年度にはコロナ禍前の19年度水準まで回復する見通しだ。

4. 経済成長率の見通し

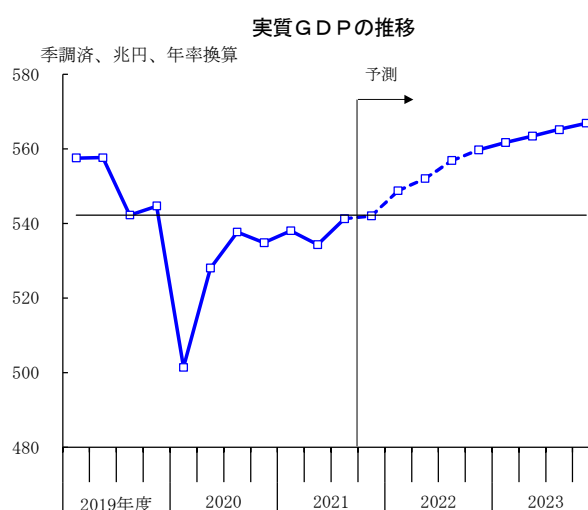
（実質GDP成長率は2022年度が+2.9%、23年度が+1.8%と予測）

以上のように、年明け後は国内でオミクロン株の感染が急拡大しており、景気の回復が再び足踏みしている。個人消費は人流が抑制される中で対面型サービスを中心に落ち込み、また工場の稼働停止などに伴う自動車生産抑制の影響で輸出も弱含むと見込まれる。3月下旬にまん延防止等重点措置が全て解除されると想定しても、1～3月期の実質GDPは大幅な減速が避けられない。

2022年度を展望すると、年度前半までは資源高に伴う輸入物価の上昇や半導体不足の影響が続き、企業の生産活動や家計の消費行動の抑制要因になることが懸念される。ただその一方で、新型コロナについては、3回目のワクチン接種の進展やコロナ経口治療薬の普及などにより、感染の「第7波」が到来しても景気への影響は限定的なものにとどまろう。経済活動の正常化に伴う雇用所得情勢の改善に加えて、政府のGoToトラベルなどの対策が支援材料となり、個人消費は対面型サービスを中心に回復していくとみられる。また輸出に関しても海外経済の回復を受けて増加基調で推移すると見込まれる。こうした内外需の回復を背景に設備投資も底堅く推移しよう。翌23年度には、海外経済の回復を背景に輸出や生産の増加が緩やかながら続く中で、企業収益や雇用所得情勢が改善し、設備投資や個人消費も緩やかに回復すると見込まれる。消失していたインバウンド需要も徐々に回復に向かおう。実質GDP成長率は、21年度が+2.5%、22年度が+2.9%、23年度が+1.8%と予測した。実質GDPの水準は、22年4～6月期にコロナ禍前水準（19年10～12月期）を超え、また23年1～3月期にコロナ禍前ピーク（19年7～9月期）を超える見込まれる（図表23）。

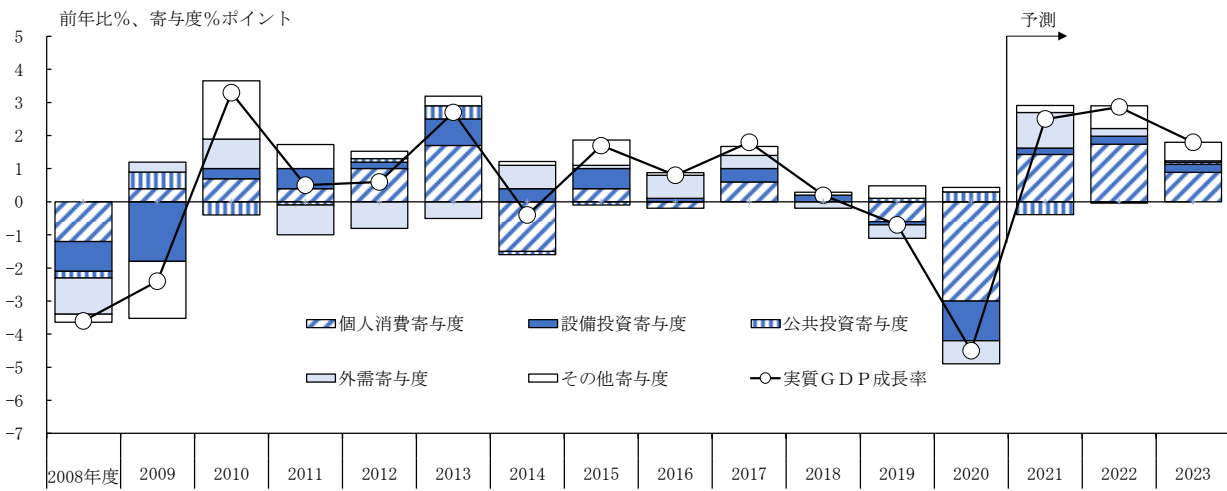
なお、景気のリスク要因としては、①オミクロン株の感染長期化や感染力の非常に強い新たな変異株の出現、②インフレの抑制を重視したFRBの過度な利上げによる米国景気の失速、③ウクライナ情勢など地政学的リスクの高まりによる原油価格の急騰、などがあげられる。

図表23 22年4～6月期にコロナ禍前を回復



注：破線は当社予測値
出所：内閣府「四半期別GDP速報」などより浜銀総研作成

図表 24 2022 年度、23 年度とプラス成長を見込む



図表 25 2022年度・2023年度のわが国経済の見通し（2022年2月改訂）

予測の前提条件

(前年比増減率%、カッコ内は前期比年率換算%)

	2020年度	2021年度	2022年度		2022年度		2023年度			
	実績	見通し	上期	下期	見通し	上期	下期	見通し	上期	下期
対ドル円レート（円/ドル）	106.0	112.1	109.8	114.4	117.1	116.5	117.8	119.3	118.8	119.8
対ユーロ円レート（円/ユーロ）	123.7	130.4	130.8	130.0	132.1	131.5	132.8	135.5	134.5	136.5
米国実質GDP（暦年）	▲ 3.4	5.7	[6.0]	[4.5]	3.7	[3.7]	[2.7]	2.2	[2.0]	[2.0]
ユーロ圏実質GDP（暦年）	▲ 6.4	5.2	[1.4]	[7.2]	3.5	[1.9]	[3.1]	2.0	[1.7]	[1.3]
中国実質GDP（暦年）	2.2	8.1	12.7	4.4	5.3	4.9	5.6	5.2	5.3	5.2

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%)

	2020年度	2021年度	2022年度		2022年度		2023年度			
	実績	見通し	上期	下期	見通し	上期	下期	見通し	上期	下期
実質GDP	▲ 4.5	2.5	[▲ 0.0]	[1.0]	2.9	[1.6]	[1.4]	1.8	[0.8]	[0.6]
個人消費	▲ 5.4	2.6	[▲ 0.2]	[1.9]	3.2	[1.4]	[1.6]	1.7	[0.7]	[0.4]
住宅投資	▲ 7.8	0.1	[0.7]	[0.8]	3.3	[2.8]	[0.2]	▲ 0.1	[0.1]	[▲ 0.6]
設備投資	▲ 7.5	1.3	[1.0]	[▲ 0.6]	1.5	[1.4]	[0.9]	1.5	[0.7]	[0.8]
政府消費	2.5	1.9	[1.0]	[0.5]	1.5	[1.0]	[0.6]	0.9	[0.4]	[0.4]
公共投資	5.2	▲ 6.9	[▲ 5.6]	[▲ 4.4]	▲ 0.7	[1.1]	[1.0]	1.3	[0.6]	[0.4]
輸出	▲ 10.5	12.6	[4.1]	[1.1]	3.5	[2.1]	[1.7]	2.7	[1.3]	[1.2]
輸入	▲ 6.7	6.3	[4.8]	[▲ 0.4]	2.3	[1.8]	[1.4]	2.5	[1.2]	[1.2]
寄与度										
国内需要	▲ 3.9	1.6	[0.1]	[0.8]	2.7	[1.6]	[1.4]	1.8	[0.8]	[0.6]
民間需要	▲ 4.6	1.5	[0.2]	[0.9]	2.4	[1.3]	[1.2]	1.5	[0.7]	[0.5]
公的需要	0.8	0.0	[▲ 0.1]	[▲ 0.1]	0.3	[0.3]	[0.2]	0.3	[0.1]	[0.1]
海外需要	▲ 0.6	1.1	[▲ 0.1]	[0.3]	0.2	[0.1]	[0.1]	0.0	[0.0]	[0.0]
名目GDP	▲ 3.9	1.6	[▲ 0.5]	[0.8]	3.2	[2.2]	[1.3]	2.2	[1.3]	[0.5]
新設住宅着工戸数（万戸） （前期比、%）	81.2 ▲ 8.2	86.5 6.6	86.6 5.6	86.4 ▲ 0.2	87.4 1.1	87.3 1.1	87.5 0.2	87.3 ▲ 0.1	87.6 0.2	87.0 ▲ 0.6
鉱工業生産	▲ 9.5	6.0	[0.7]	[▲ 0.6]	3.2	[2.3]	[2.2]	2.3	[1.1]	[0.4]
国内企業物価	▲ 1.4	6.7	5.3	8.1	0.7	3.0	▲ 1.4	▲ 1.3	▲ 1.5	▲ 1.0
消費者物価	▲ 0.4	0.0	▲ 0.4	0.4	1.2	1.3	1.0	0.8	0.8	0.9
完全失業率（%）	2.9	2.8	2.9	2.8	2.8	2.8	2.7	2.5	2.6	2.4

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、

消費者物価は消費増税の影響及び教育無償化政策の影響を含むベース（生鮮食品を除く総合）。

出所：内閣府、国土交通省、経済産業省、日本銀行、総務省資料などより浜銀総研作成

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。