

2022年5月23日

## 2022年度・2023年度の景気予測（2022年5月改訂）

～海外経済の減速や原材料高などで成長率は次第に鈍化～

### 【要約】

2022年1～3月期の実質GDP（国内総生産）は前期比-0.2%と2四半期ぶりのマイナス成長となった。輸出や設備投資が増加したものの、コロナの感染拡大の影響で個人消費がわずかに減少し、ワクチンの輸入増でGDPの控除項目である輸入のマイナス寄与が拡大した。

2022年度の日本経済を展望すると、4～6月期にはGDP成長率が再びプラスに転じるものの、7～9月期以降は景気が次第に減速すると予想される。4～6月期には、コロナの影響が弱まる中でサービス消費を中心に個人消費が高めの伸びとなり、景気回復をけん引しよう。ただし、企業部門では、中国の都市封鎖やロシアによるウクライナ侵攻の影響で輸出が減少に転じ、世界経済の先行き不透明感などにより設備投資が低い伸びになるとみられる。7～9月期以降も個人消費は増加が続くものの、コロナ禍で繰り越されていた需要の発現が弱まるにつれて年度後半には伸びが鈍化する見込みである。一方、夏場以降の輸出については、中国景気の回復により増勢がいったん強まるものの、その後は利上げに伴う米国経済の減速やウクライナ危機の影響による欧州経済の減速により、増勢が弱まっていくだろう。輸出の減速に加えて、原材料高による国内企業の業績悪化が重石となり、設備投資は伸び悩むと見込まれる。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。

2023年度の日本経済は減速傾向で推移するだろう。個人消費は所得情勢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、欧米経済の減速などを受けて伸びが鈍化していくことになろう。ただし、インバウンド需要については、入国制限の緩和が進む中で、次第に増加するだろう。設備投資は小幅な伸びにとどまるものの、コロナ禍を起因とした経済の先行きに対する不透明感が次第に弱まることで、増勢が少しずつ強まってくると見込んだ。以上から、2023年度の実質GDP成長率は+1.0%へと一段と減速すると予測した。

### 予測結果の総括表

<前回2022年3月予測>

| 単位：前年比、%<br>（*は寄与度） | 2021年度<br>実績 | 2022年度<br>見通し | 2023年度<br>見通し | 2022年度<br>見通し | 2023年度<br>見通し |
|---------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 実質GDP               | 2.1          | 1.8           | 1.0           | 2.3           | 1.7           |
| 民間需要*               | 1.5          | 1.8           | 0.6           | 1.7           | 1.3           |
| 公的需要*               | ▲ 0.1        | 0.1           | 0.3           | 0.3           | 0.3           |
| 輸 出*                | 2.0          | 0.3           | 0.3           | 0.7           | 0.5           |
| 輸 入*                | ▲ 1.2        | ▲ 0.3         | ▲ 0.2         | ▲ 0.3         | ▲ 0.4         |

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

調査部 小泉 司、北田 英治、白 鳳翔 TEL：045-225-2375

E-mail: t-koizumi@yokohama-ri.co.jp kitada@yokohama-ri.co.jp haku@yokohama-ri.co.jp

## 1. 2022年1～3月期の実質GDPは前期比-0.2%と再びマイナス成長に

5月18日に内閣府が発表した2022年1～3月期の実質GDP（国内総生産、1次速報）は前期比-0.2%と、再びマイナス成長となった（図表1）。国内需要（内需）の寄与度が同+0.2%ポイントとプラスに寄与したものの、海外需要（外需）の寄与度が同-0.4%ポイントとマイナスになり、全体として2期ぶりのマイナス成長になった。

国内需要のうち民間需要では、個人消費が前期比横ばいとなった。新型コロナウイルス（以下、コロナ）の感染が年明け後に急拡大し、サービス消費などが減少したことから、21年10～12月期（同+2.5%）に比べて伸びが低下した。その一方で、設備投資は同+0.5%と、輸出の増加などを受けて、2期連続で増加した。公的需要では、公共投資が東日本大震災の復興関連需要の一巡などにより同-3.6%と5期連続で減少したものの、政府消費がコロナ対策関連の支出増などにより同+0.6%と増加に転じた。

他方、海外需要では、自動車生産が正常化する中で輸出が同+1.1%と2期連続で増加した。その一方で、コロナワクチンの輸入増などにより輸入が同+3.4%と高い伸びとなった。

図表1 2022年1～3月期のGDP（国内総生産）はマイナス成長

|       | 2020年 |       |         | 2021年 |       |       |         | 2022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 |
| 実質GDP | -7.9  | 5.3   | 1.8     | -0.3  | 0.5   | -0.7  | 0.9     | -0.2  |
| 個人消費  | -8.6  | 5.3   | 1.5     | -0.8  | 0.7   | -1.0  | 2.5     | -0.0  |
| 住宅投資  | -0.1  | -4.8  | -0.1    | 1.0   | 1.0   | -1.7  | -1.2    | -1.1  |
| 設備投資  | -6.9  | -0.4  | 1.5     | 0.0   | 2.2   | -2.4  | 0.4     | 0.5   |
| 政府消費  | 0.4   | 2.1   | 0.8     | -0.7  | 0.8   | 1.1   | -0.3    | 0.6   |
| 公共投資  | 3.4   | 0.4   | 1.7     | -0.1  | -3.7  | -3.8  | -4.7    | -3.6  |
| 輸出    | -17.7 | 9.5   | 10.1    | 2.6   | 2.8   | -0.3  | 0.9     | 1.1   |
| 輸入    | -1.3  | -6.8  | 5.8     | 1.8   | 4.3   | -0.8  | 0.3     | 3.4   |
| 内需寄与度 | -5.2  | 2.6   | 1.1     | -0.5  | 0.8   | -0.8  | 0.8     | 0.2   |
| 民間需要  | -5.4  | 2.1   | 0.9     | -0.3  | 0.8   | -0.8  | 1.1     | 0.2   |
| うち在庫  | 0.4   | -0.5  | -0.1    | 0.0   | 0.1   | 0.1   | -0.2    | 0.2   |
| 公的需要  | 0.3   | 0.5   | 0.2     | -0.1  | 0.0   | 0.0   | -0.3    | -0.1  |
| 外需寄与度 | -2.8  | 2.7   | 0.6     | 0.1   | -0.2  | 0.1   | 0.1     | -0.4  |
| 名目GDP | -7.4  | 5.2   | 1.4     | -0.6  | 0.3   | -1.0  | 0.3     | 0.1   |

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

### （コロナ、ウクライナ、円安により景気の先行き不透明感が強まる）

日本経済を取り巻く環境をみると、コロナのまん延により国内外で経済活動が制約を受ける中で、ロシアによるウクライナ侵攻が勃発するなど国際社会では緊張感が高まっている。また、為替市場では急速な円安・ドル高が進んでおり、足元で日本経済の先行き不透明感が一段と強まっている。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。

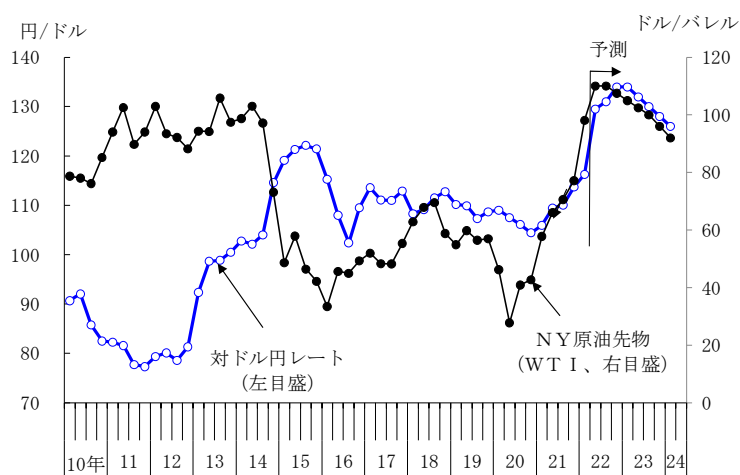
コロナの新規感染者数については、オミクロン株の流行により2022年の年明け後に急増した。ただ、2月上旬をピークに減少傾向に転じたことから、3月21日にはまん延防止等重点措置の適用が全て解除された。コロナの感染者数の増加は外出控えなどを通じて個人消費を下押しするほか、クラスターの発生による工場の操業停止などを通じて企業の生産活動等にも影響を与えるなど、経済活動に大きな影響を与えてきた。しかし、この先については、感染が再び拡大する局面はあると予想されるものの、ワクチン接種の進展や治療薬の普及により一定程度、重症化を抑えることが可能となってきたことで、緊急事態宣言やまん延防止等重点措置により経済活動が制限される状況には至らないと想

定した。年初からの感染者数増加局面では、新規感染者数が比較的高水準ながらも、まん延防止等重点措置が解除されたことなどを踏まえると、政府のコロナ対策は、以前に比べてコロナ抑制よりも経済の正常化を重視する方向になっていると考えられる。このため、コロナによる日本経済への悪影響は今後弱まっていくと想定した。

次に、ロシアによるウクライナ侵攻の影響については、ロシアに対する経済制裁が長期化すると想定した。原油などの国際商品市況については、ウクライナ侵攻以前から、コロナによる物流混乱や世界経済の急ピッチな回復などを受けて上昇していたが、資源国であるロシアに対する経済制裁によって、市況が一段と上昇した。国際商品市況の高騰は輸入物価の上昇を通じて企業の原材料などの調達コストを押し上げている。こうしたコスト高の販売価格への転嫁は限定的となっているため、企業収益を圧迫して設備投資を下押しすると考えられる。また、エネルギー価格の上昇による実質所得の下押しを通じて個人消費も抑制すると見込まれる。原油などの資源価格については、後述するように今後の世界経済の減速を受けて需要が減少し、価格が一段と上昇する局面は避けられると見込んだ。もっとも、総じて価格は高止まりし、景気回復の重荷になると見込んだ（図表2）。

他方、日米金利差の拡大や資源高による日本の貿易赤字の拡大などを背景とした円安・ドル高については、22年後半まで円安・ドル高基調が続き、その後もしばらく円は安値の水準になると見込んだ。為替レートの円安・ドル高はこれまでの日本経済にとって、総じてみればプラスの影響が大きくなっていた（図表3）。財・サービス輸出の押し上げ効果（円安による価格競争力向上で財輸出が増加、訪日外国人増加によりサービス輸出が増加など）や企業収益の押し上げ効果（輸出企業の円ベースでの受取額増加など）などのプラス効果が、企業収益の押し下げ効果（輸入物価上昇により企業の仕入コストが上昇。価格転嫁されれば財価格も上昇）といったマイナス効果を上回っていたためである。もっとも、足元の日本経済においては、外国人の入国制限により訪日外国人の増加効果を期待するのは難しい。また、ウクライナ侵攻などにより世界経済の先行き不透明感が強まっている状況では、円安によって収益が拡大した輸出企業も設備投資などに慎重となり、円安効果の波及が限定的になると想定した。その一方で、円安のマイナス効果は仕入コストや商品価格の上昇を通じて、幅広く

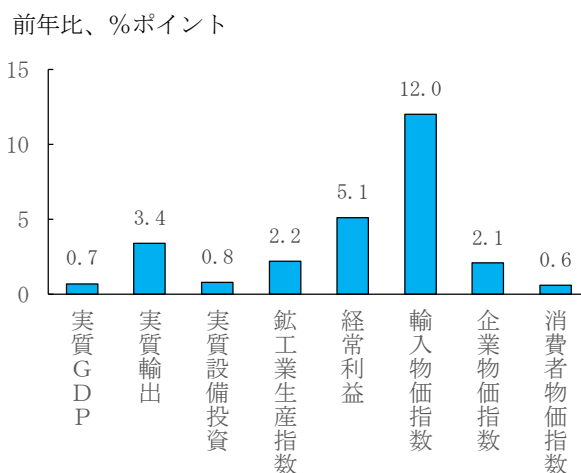
図表2 原油価格、為替レートの想定



出所：Bloombergなどより浜銀総研作成

図表3 円安の効果（試算値）

1ドル130円の場合の22年度日本経済への影響



注：2021年度の平均為替レート（1ドル＝112円）が続いた場合と、1ドル＝130円の水準が続いた場合の2022年度の実質GDPなどの伸び率をマクロ経済モデルにより試算し、その伸び率の差異を示した。

出所：浜銀総研作成

企業や家計に影響を与える。ガソリン価格や電気代・ガス代など身近な物価が大幅に上昇していることから、企業や家計は円安のマイナス効果の実感を受けやすく、当面は設備投資や個人消費マインドの下押し圧力になると見込んだ。

### 3. 海外経済の見通し

#### (米国経済：F R Bの積極的な金融引き締めを受けて2022年後半から景気は減速へ)

2022年1～3月期の米国の実質GDP（国内総生産）は前期比年率-1.4%と、20年4～6月期以来のマイナス成長となった（図表4）。需要項目別の内訳をみると、国内の需要回復を背景に輸入が同+17.7%と大幅に増加したことや、民間在庫の取り崩しがGDP成長率を大きく押し下げている（実質GDP成長率に対する寄与度は輸入が-2.5%ポイント、民間在庫が-0.8%ポイント）。一方、民間需要は堅調に推移している。すなわち、個人消費は前期比年率+2.7%と前期（同+2.5%）から若干伸びが高まった。形態別にみると、2月以降、新型コロナの感染が縮小したこともあり、特にサービス消費が同+4.3%（前期：同+3.3%）と堅調に推移した。また、企業の設備投資は同+9.2%と、前期（同+2.9%）から大幅に伸びが加速した。投資の内訳をみると、機械設備が同+15.3%（前期：同+2.8%）と大幅に増加し、知的財産投資も同+8.1%（前期：同+8.9%）と高い伸びを維持した。このように個人消費や設備投資が堅調に推移していることから判断すると、1～3月期は実質GDPがマイナス成長となったものの、景気の実勢は引き続きしっかりしているといえよう。

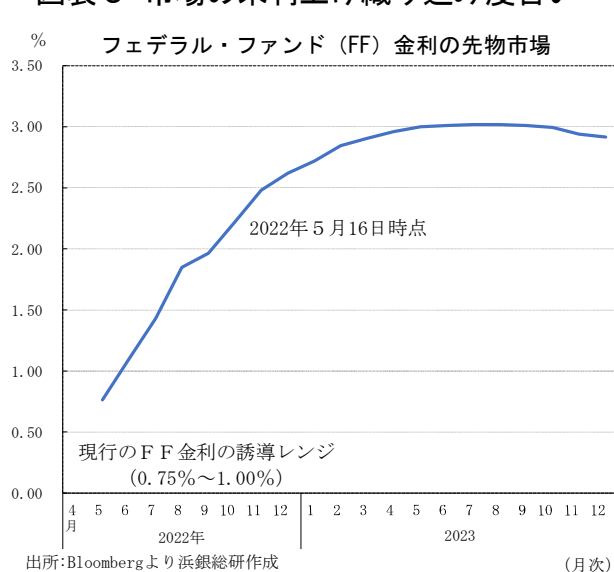
足元の月次経済指標をみると、4月の非農業部門雇用者数は前月比42.8万人増（3月も同42.8万人増）と堅調に推移した。労働需給のひっ迫が続いており、4月の平均時給は前年比+5.5%と高い伸びを維持している。一方、4月のISM（米供給管理協会）製造業景況指数は55.4（前月は57.1）と、2か月連続で低下した。好不調の分かれ目とされる50を依然として上回っているものの、20年9月以来の低い水準となった。また同月のISM非製造業景況指数も57.1と、前月（58.3）から低下した。物価高の影響などにより、企業の景況感の改善ペースが鈍っている。

金融面では、F R B（米連邦準備理事会）が22年3月のF O M C（公開市場委員会）で0.25%の利上げを実施し、ゼロ金利政策を解除した。また5月には0.5%の追加利上げを実施するとともに、6月からバランスシートの縮小（量的引き締め）を開始することを決定した。米国の金利先物市場では、政策金利のF F（フェデラル・ファンド）金利が22年末までに2.7%程度まで上昇することを織

図表4 米国は1～3月期にマイナス成長



図表5 市場の米利上げ織り込み度合い





り込んでいる（図表5）。

こうした状況を踏まえた上で先行きを展望すると、物価の上昇が景気の下押し圧力となるものの、新型コロナの感染が落ち着く中で、良好な雇用・所得環境に支えられて、個人消費を中心に4～6月期の実質GDPはプラス成長に転じると見込まれる。また、企業部門でも収益の増加を背景に、人手不足に対応するための設備投資などが増加すると期待される。

ただ、22年後半から23年にかけて、景気は徐々に減速すると予想される。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に加えて、FRBの大幅な利上げによるローン金利の上昇が耐久財消費や住宅投資などの抑制に作用する公算が大きい。また、ウクライナ危機の影響などによる世界経済の減速を受けて、輸出の伸びも次第に鈍化しよう。22年の実質GDP成長率は+3.2%と、21年の+5.7%から大幅に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+2.1%と見込んだ。

### （ユーロ圏経済：ウクライナ危機を受けて実質GDP成長率は大幅な減速が不可避）

2022年1～3月期のユーロ圏の実質GDP（域内総生産）は前期比+0.3%と、4四半期連続で増加したものの、21年10～12月期（同+0.3%）に続いて小幅なプラス成長にとどまった（図表6）。インフレの進行に加えて、ウクライナ危機を受けた消費マインドの悪化などが成長率の下押し要因になったとみられる。1～3月期の実質GDPを国別にみると、ドイツが前期比+0.2%（21年10～12月期は同-0.3%）とプラス成長に転じたものの、フランスが同+0.0%と前期（同+0.8%）から大幅に減速し、イタリアが同-0.2%（同+0.7%）とマイナス成長に転じた。

月次の経済指標をみると、ロシアによるウクライナへの侵攻を受けて、3月以降、家計や企業のマインドは悪化している。すなわち、ユーロ圏の3月の消費者信頼感指数は-18.7と前月から急低下し、コロナ第一波の20年5月以来の低水準となった。また、4月のユーロ圏製造業PMI（購買担当者景気指数）は55.5と、景況感の節目となる50を引き続き上回ったものの、2か月連続で低下した。製造業PMIを国別にみると、4月はドイツが54.6と前月（56.9）から低下する一方で、フランスが55.7と前月（54.7）から上昇している。一方、4月のユーロ圏サービス業PMIは57.7と、前月（55.6）から改善している。オミクロン株の感染拡大がピークアウトし、各国が行動制限の緩和を進める中で、サービス業の景況感は上向いている。

他方、ユーロ圏でも物価の上昇が顕著となっている。4月のユーロ圏の消費者物価指数は前年比+7.5%と、1997年の統計開始以来、最も高い伸び率となった（図表7）。内訳をみると、特にエネルギー価格が同+38.0%と大幅に上昇している。

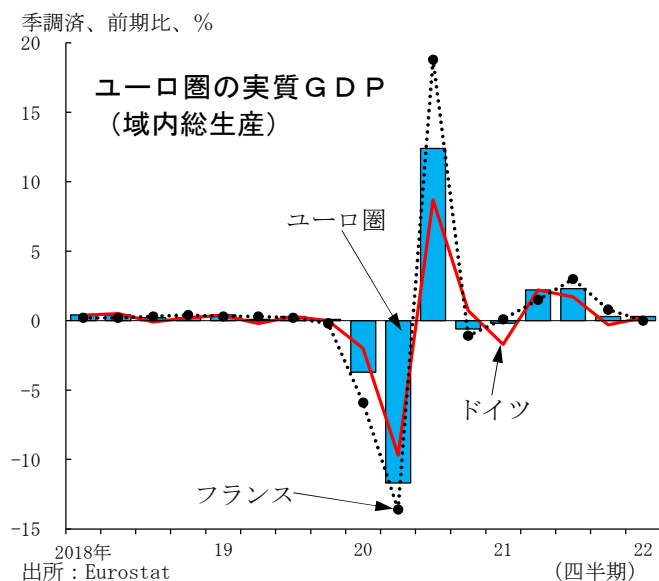
こうした状況下、ECB（欧州中央銀行）は金融政策の正常化に取り組んでいる。ECBは22年4月の定例理事会で量的緩和政策の縮小継続を決めた。ラガルド総裁は理事会後の記者会見で、「ウクライナ情勢の緊迫化により、インフレが加速するリスクが高まった。次回6月の会合においてAPP（資産購入プログラム）の具体的終了時期を決める。利上げはAPP終了から1週間から数か月後に開始する」と発言し、年内利上げ開始の可能性を示唆した。

こうした状況を踏まえた上で先行きのユーロ圏経済を展望すると、当面、ウクライナ危機に伴う原油や天然ガスの高騰などが、個人消費や設備投資など内需の減速を通じて景気の下押し圧力となる。また、ロシア向けを中心にユーロ圏の輸出も鈍い動きになると見込まれる。ただ、中国経済が共産党大会を前に22年後半に持ち直すとみられることは、ユーロ圏の輸出の押し上げ要因として期待される。また、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

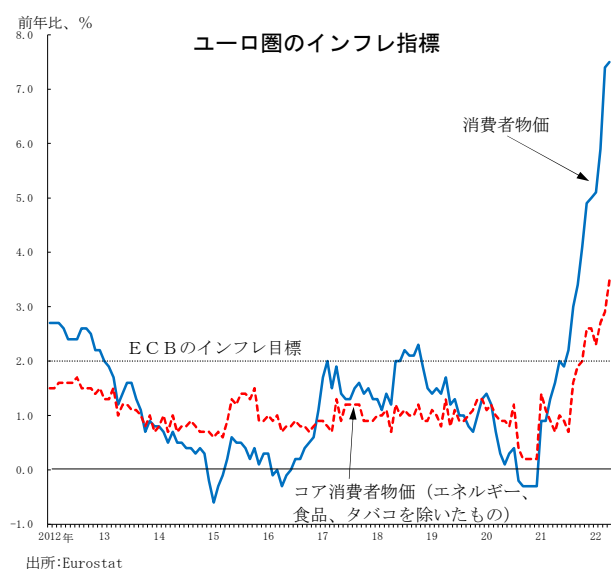
えし。なお、コロナ感染症については、今後も散発的に感染拡大する可能性はあるものの、ワクチン接種の進展や経口治療薬の普及によって経済への悪影響は限定的となると想定している。

金融面では、22 年後半に E C B がマイナス金利政策の縮小を開始すると予想され、23 年には E C B の利上げがユーロ圏景気の下押し圧力になると見込まれる。22 年のユーロ圏の実質 GDP 成長率は +2.4% と、21 年の +5.4% から大幅に減速すると見込んだ。また 23 年の成長率は +1.4% と、緩やかな景気回復が続くと予測した。

図表 6 ユーロ圏は足元で小幅なプラス成長



図表 7 ユーロ圏の物価は大幅上昇



### (中国経済：習体制による景気対策の強化を受けて、2022 年後半に景気は持ち直す見通し)

中国の 2022 年 1～3 月期の実質 GDP (国内総生産) は前年比 +4.8% と前期の伸び (同 +4.0%) を上回った。1～3 月期は、固定資産投資が同 +9.3% (前期は同 -7.8%) と 3 四半期ぶりに増加した。固定資産投資の内訳をみると、製造業の伸びが加速したほか、公共インフラ関連が 4 四半期ぶりの高い伸びとなり、不動産業も 3 四半期ぶりに増加した。もっとも、これらに関しては、習近平体制が財政出動や住宅購入支援策などに取り組んだことによる効果に加えて、比較の対象となる 21 年 1～3 月期の数字がコロナ禍で十分に復調していなかったことの影響もあると考えられる。一方、22 年 1～3 月期の通関輸出は前年比 +15.8% (前期は同 +22.9%) と 20 年 7～9 月期以来の低い伸びとなった。新興国の生産活動がコロナワクチンの普及に伴って持ち直していることを背景に、中国での代替生産が縮小したなどが輸出を下押しした模様である。なお、3 月にはロシア向け輸出が大きく落ち込んだものの、中国のロシア向け輸出の割合は約 2% (2021 年実績) と小規模なため、輸出全体に及ぼす影響は限定的にとどまった。また、個人消費も弱含んでいる。1～3 月期の小売売上高は前年比 +3.3% と前期の伸び (同 +3.5%) を下回った。3 月に上海市を中心にコロナの感染が急拡大し、複数の都市で移動制限が強化されたことなどから、個人消費が急速に冷え込んだ。

4 月に入ると、上海市ではコロナの感染急拡大を受けて、全市が都市封鎖に追い込まれた。オフィスの営業や工場の操業が停止し、物流が寸断された。中国最大の経済都市の都市封鎖により、中国景気は足元で一段と減速感が強まっている。実際に 4 月の製造業 PMI は 47.4 と、20 年 2 月以来の低水準を記録している (図表 8)。内訳をみると、「生産」と「新規受注」が大幅に落ち込み、人員過剰

の発生懸念から「雇用」も2か月連続で低下している。ちなみに、企業マインドに関しては、国際商品市況高騰による影響にも注意が必要である。製造業者の仕入れ価格の動向を示す工業生産者購入価格は、4月も前年比+10.8%と高い伸びで推移した。

なお、習体制による厳格な都市封鎖の結果、上海市のコロナ感染は4月中旬以降、縮小傾向となり、5月15日時点で同市では約50%の工場が操業を再開し、物流の改善も一部でみられ始めた。商業施設に関しても5月16日からその営業停止が段階的に解禁されている。

今回の上海市での教訓を受けて、習体制は4月末から全国各地でPCRの定期検査(主に1回/48時間～1回/1週間)を実施するなど、コロナの感染の初期対応の厳格化に取り組んでいる。今後も習体制はゼロコロナ方針を維持するとみられ、各地方政府のコロナ感染の初期対応の厳格化により、都市封鎖の期間を出来るだけ短くすることで、中国景気へのダメージ軽減を図る見込みである。

一方、22年4月末に開かれた「中央政治局会議」では、習体制が22年の経済成長率目標(5.5%前後)を維持することを改めて明確にしたうえで、それを実現する目的で景気対策の強化を求める方針を掲げた。具体的には、①投資と消費といった国内需要の全力拡大、②公共インフラ投資の全面強化、③コロナ禍により営業難に陥った業種や中小零細企業の支援、④エネルギー・資源の安定供給と価格上昇の抑制、⑤雇用の拡大、⑥不動産市場発展の支援、⑦税金の減免やコストの削減、⑧金融緩和の拡大、である。また同会議を前に、習体制は今後のエネルギー不足に対応する目的で22年の石炭生産能力を3億トン(21年実績の7.4%に相当)引き上げる方針を決定した。さらに、政府系の新聞「中国証券報」の報道(5月9日)によると、公共インフラ投資を主要目的とする地方专项債券の22年の実行可能額が21年の約2倍(約5兆元=約95兆円)に増加するという。この増加額は21年の実質GDPの2.2%に相当する。

これらの一連の取り組みは、景気減速懸念が強まる中で、習体制がなりふり構わず景気を下支えし、22年の成長率目標を達成しようとする意思を示している。その背景には、同年秋に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と認識しているためである。

実際、習体制は既に4月に追加の景気対策を打ち出している。4月13日には、飲食や小売など、都市封鎖により営業が困難となっている業種への支援策等を公表した。また中国人民銀行(中央銀行)は同月25日に市中銀行などの預金準備率を0.25~0.50%引き下げた。これにより、企業向けの銀行貸出に充てられる市中銀行の資金が最大で5,300億元(約10兆円)増加すると見込まれている。さらに、不動産市場に関しても、5月15日に金融当局が新規の住宅購入者向けのローン金利を最大で0.2%引き下げることを認める方針を打ち出した。今後、上海市での都市封鎖の解除が進むにつれ、財政出動や金融緩和といった景気対策が一段と強化されると考えられる。

こうした状況下、先行きの中国経済を展望すると、まず2022年に関しては、上海市の都市封鎖などによる影響から、4~6月期に成長率が大幅に減速しよう(図表9)。ただ、6月に入ると、同市の都市封鎖が解除され、個人消費が持ち直すとともに生産や物流などの本格的な再開を受けて固定資産投資と輸出の改善がみられることなどから、景気は徐々に上向き、腰折れを回避すると予想される。

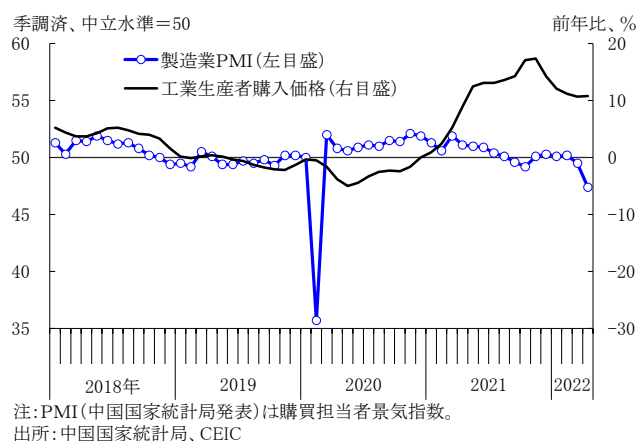
7~9月期以降は、コロナの市中感染が小規模なものに抑制されると見込まれる。これに加えて景気対策も22年の半ばから全面的に強化されることなどから、景気は急速に改善しよう。まず、固定資産投資は復調する公算大である。大規模な財政出動に伴う公共インフラ投資の大幅な増加に加えて、住宅購入支援策の効果などから不動産業も徐々に持ち直しの動きを示す展開になろう。製造業に関しても、企業向け大規模減税の実施などが、国際商品市況の高騰などに苦しむ企業のマインドを引き続き支える中で、内需拡大に伴って企業収益が改善に向かうとみられることから、設備投資が次第

に改善しよう。次に、個人消費も緩やかな持ち直し基調で推移するとみられる。コロナの市中感染が小規模なものに抑制される中で、外食関連やレジャー関連といった対面消費が持ち直す見込みである。また、企業業績の持ち直しにより、雇用・所得情勢が次第に改善するほか、政府がガソリンなどに対して補助金を支給したり、自動車や家電製品などの購入支援策を行ったりすることも個人消費を押し上げると考えられる。一方、輸出については、工場の操業や物流などの正常化に伴う供給制約要因の解消によって、7～9月期にいったん高い伸びが示される見込みである。ただその後、輸出は再び減速しよう。ウクライナ危機によるユーロ圏景気の下押しの影響が表面化するほか、新興国の生産活動がコロナワクチンの普及などにつれて持ち直し、中国の生産代替の規模が縮小するためである。

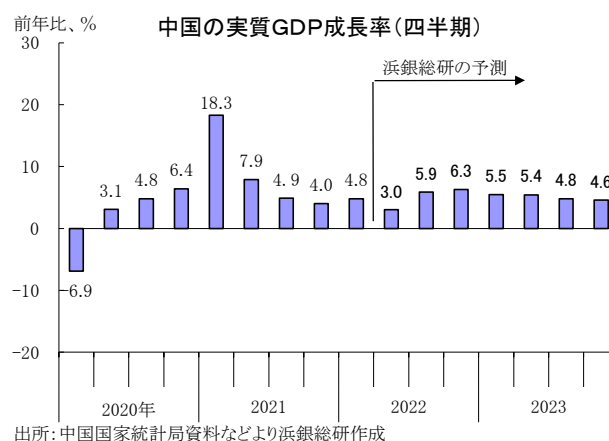
続く2023年については、中国の実質GDP成長率が緩やかに低下すると見込まれる。まず、輸出は年初から一段と弱含もう。ウクライナ危機の影響などから欧米先進国の景気が一段と減速すると見込まれることに加えて、新興国の経済活動の本格的な復調を背景とする中国の生産代替の縮小が引き続き輸出を押し下げると予想される。また、固定資産投資も春以降緩やかに減速する見込みである。不動産市場の復調に伴って不動産業による投資が堅調に増加するものの、財政出動の規模縮小による公共インフラ投資の減速や、輸出の弱含みを受けて企業収益が減少することから、企業の設備投資が弱含むだろう。一方、個人消費は改善基調で推移しよう。習体制によるコロナ感染の初期対応の厳格化に加えて、コロナワクチンの3回目以降接種が本格化することから、コロナの市中感染が年初から一段と規模縮小すると見込まれる。また景気の減速感が強まる中で、習体制が自動車や家電製品向けの購入支援策などを継続すると予想され、こうした政策も個人消費の堅調な増加につながる要因となる。

以上より、2022年の中国の実質GDP成長率を+5.1%、2023年を+5.0%と予測した。

図表8 中国の製造業景況感は悪化



図表9 22年後半の成長率は高まる





#### 4. 日本経済（主要需要項目）の見通し

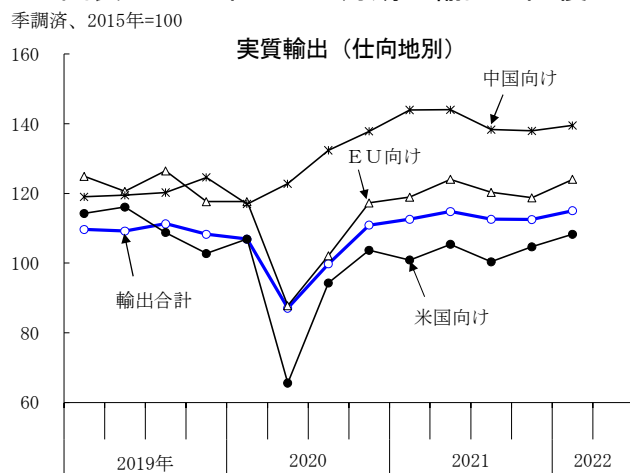
##### （輸出：中国の都市封鎖、欧米経済の減速などで鈍い動き）

2022年1～3月期の実質GDPベースの輸出は前期比+1.1%と増勢が強まった。同四半期における日本銀行の実質輸出を仕向地別にみると、米国向けが同+3.5%と2期連続で増加し、中国向け（同+1.2%）とEU向け（同+4.5%）が増加に転じた（図表10）。財別にみると、自動車関連が同+4.7%と2期連続で増加したほか、情報関連が同+2.3%と底堅く推移した。自動車関連については、21年夏場に半導体などの部品不足による供給制約の影響で輸出が大きく落ち込んでいたものの、自動車の生産が正常化に向かう中で輸出が持ち直したと考えられる。自動車の生産水準は足元で高まりつつあることから、自動車の供給制約による輸出下押し圧力は弱まっていくことになろう。

もともと、今後の輸出は世界経済の減速により総じて弱めの動きになると予想される。仕向地別にみると、中国経済は足元でコロナの感染拡大による都市封鎖により生産や物流が大きく混乱しており、4～6月期の対中輸出が大幅に減少することになろう。ただし、2022年後半には経済対策の効果で中国経済は高めの成長となり、2023年も消費支援策の継続などを通じて内需が堅調に推移する見込みである。このため、中国向け輸出は22年7～9月期には大幅に増加し、その後も増加基調が続くと見込んだ。固定資産投資が活発化することで、設備投資や建設関連の輸出などが増加すると予想される。一方、米国向け輸出は次第に減速することになろう。この先の米国経済は物価抑制のための継続的な利上げにより次第に景気が減速していく見込みである。借入金利の上昇により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の輸出の増勢が次第に鈍化していくことになろう。他方、EU向け輸出については弱い動きになると見込んだ。ウクライナ危機の影響で2022年の欧州経済は低迷し、23年も緩慢な景気回復になると予想される。地政学リスクの高まりにより投資活動も抑制されると予想されることから、資本財の輸出などが伸び悩むと予想される。以上をまとめると、22年4～6月期の輸出は対中輸出の落ち込みにより減少に転じると予想される。中国経済の回復を受けて夏場には輸出の増加率がいったん高まるものの、その後2023年度までは、欧米経済の減速などを受けて輸出は伸びが鈍化していくことになろう。

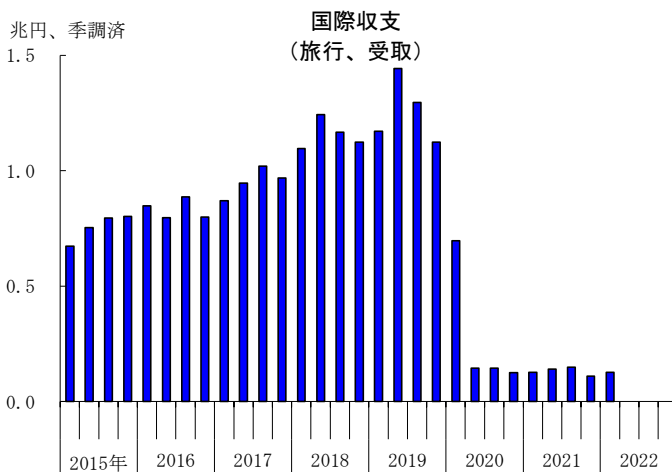
なお、コロナ禍で大きく減少していたインバウンド需要は少しずつ上向いていくと見込んだ（図表11）。5月下旬には外国人観光客の受け入れ開始を目指して、ツアー受け入れの実証実験が開始される模様である。岸田首相は外国人観光客の入国制限を6月以降に緩和すると発言しており、この先、外国人の入国制限が緩和される方向に進むと予想される。為替レートの円安も追い風となり、制限の緩

図表10 22年1～3月期の輸出は回復



出所：日本銀行「実質輸出入」

図表11 大幅減少中のインバウンド需要



注：季節調整は当社で施した。  
出所：日本銀行「国際収支統計」より浜銀総研作成

和とともに、訪日観光客が増加することになるだろう。ただし、コロナ禍前に訪日観光客に占める割合の高くなっていた中国人観光客については、同国でのゼロコロナ政策の継続により、当面、低水準での推移が見込まれる。このため、インバウンド需要がコロナ禍前の水準に回復するにはしばらく時間がかかることになるだろう。

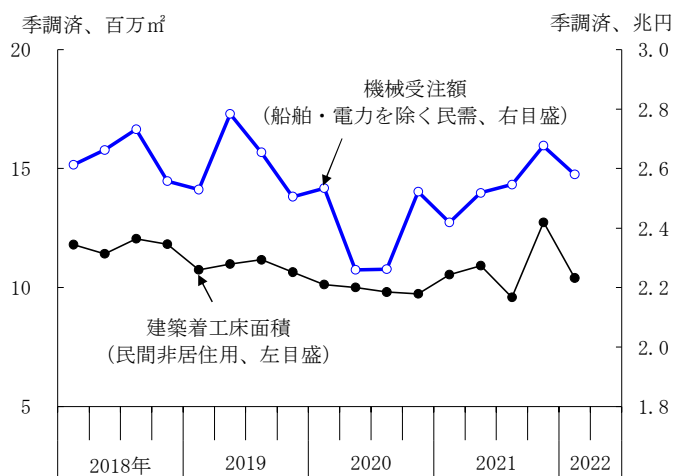
### （設備投資：企業業績の弱含みや世界経済の先行き不透明感で鈍い動き）

1～3月期の設備投資は前期比+0.5%と、前期に比べて伸びが高まった。もっとも、足元で企業の設備投資判断は慎重化している。機械投資の先行指標である機械受注額（船舶・電力を除く民需）をみると、1～3月期は前期比-3.6%と4四半期ぶりの減少に転じた（図表12）。年明け後にコロナの感染者数が大幅に増加したことに加えて、2月にウクライナ危機が勃発したことや、3月に中国でコロナの感染が拡大したことなどにより、企業の投資判断が慎重化したと考えられる。

設備投資を左右する企業業績の動向をみると、2022年度は増収減益が見込まれる。日本銀行「短観（2022年3月調査）」で22年度の売上・収益計画をみると（全規模・全産業ベース）、売上高が前年比+2.1%と増収となる一方、経常利益は同-0.9%と減益計画になっている。経常利益の悪化は国際商品市況の上昇などによる交易条件の悪化が主因と考えられる。ただし、日銀の3月調査は回収基準日が3月上旬となっており、ロシアに対する経済制裁の長期化に伴う資源価格の高止まりや海外経済の減速による需要減少見通しの影響を織り込み切れていないとみられる。為替レートの円安による輸出企業の利益押し上げ効果は見込まれるものの、総じてみれば22年度の企業収益は弱含むことになりう。23年度についても、世界経済の減速は続き、資源価格が高止まりすることから、企業の売上高は伸び悩み、収益の改善も小幅にとどまると見込んだ。

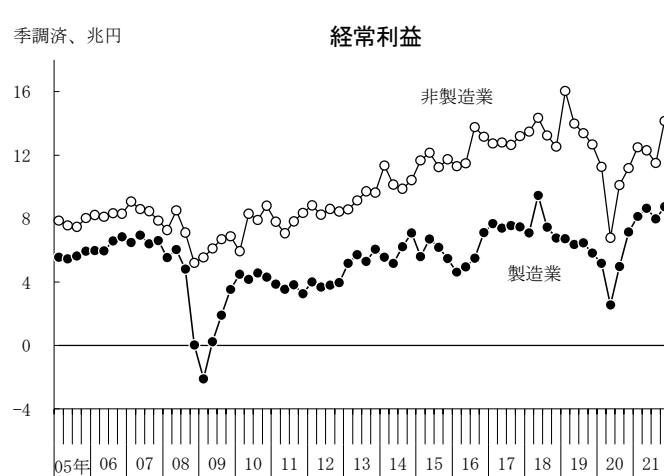
企業業績が弱含むことに加えて、ウクライナ危機による世界経済の先行き不透明感の高まりなどにより、企業の投資判断が慎重化することから、2022年度の設備投資は弱めの動きになるだろう。ただし、直近の企業の利益水準はコロナ禍前の水準を回復しており、特に、製造業ではコロナ禍前を上回る水準になっている（図表13）。このためデジタル関連や脱炭素関連など中長期的に成長が見込まれる分野への投資は一定程度、実施されると予想される。23年度には、コロナ禍を起因とした経済の先行きに対する不透明感が次第に弱まることで、少しずつ設備投資の増勢が強まってくると見込んだ。

図表 12 設備投資の先行指標が下向く



出所：内閣府「機械受注統計」、国土交通省「建築着工統計」より浜銀総研作成

図表 13 経常利益の水準は高い



注：金融業・保険業を除くベース。

出所：財務省「法人企業統計調査」

### （個人消費：コロナの影響が弱まり 22 年度前半に増勢が強まる）

1～3 月期の個人消費は前期比横ばいとなった。形態別にみると、コロナの感染拡大の影響により外出が手控えられたことから、対面の機会が多いサービス消費が同-0.2%、衣料品などの半耐久財消費が同-1.8%となったほか、年明け後のコロナ禍で自動車の生産が弱含み、自動車購入が落ち込んだことなどから耐久財消費が同-1.6%と減少した。

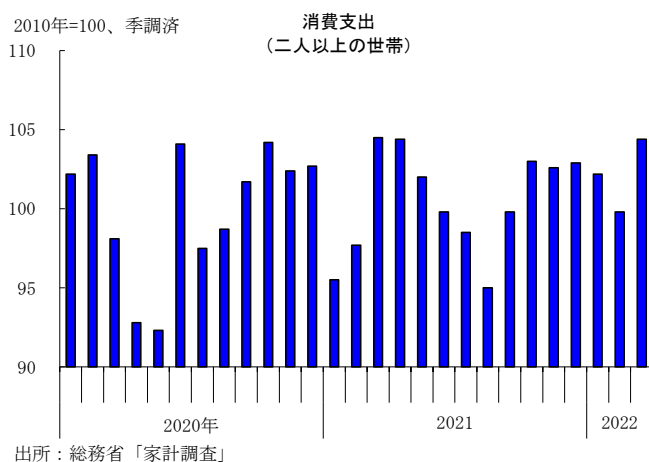
もっとも、家計調査で月次ベースの指標をみると、3 月には前月比+4.6%と 3 か月ぶりの増加に転じている（図表 14）。前述のとおり、コロナの感染者数が 2 月上旬をピークとして減少傾向に転じ、3 月 21 日にはまん延防止等重点措置が全て解除されたことを受けて、春先以降の個人消費は増加に転じている。直近のゴールデンウィーク期間中も、観光地などでは大勢の観光客が来訪し、ある程度賑わいを取り戻した模様である。

この先もコロナの感染者数が縮小傾向をたどる中、消費活動が正常化に向かうことで、4～6 月期の個人消費は増加に転じると予想される。続く 7～9 月以降の個人消費も増加が続くだろう。家計の金融資産はコロナ禍で消費を抑制してきたことから、過去最高水準まで高まっている（図表 15）。こうした潤沢な金融資産も後押しし、コロナの感染縮小とともに行動制限が緩和されることで、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押し上げられることになろう。なお、今回の予測では、政府の経済対策である G o T o トラベルが 7 月に再開されて、12 月まで実施されると見込んだ（夏休み期間中を除く）。こうしたことも年内の個人消費を底上げするだろう。

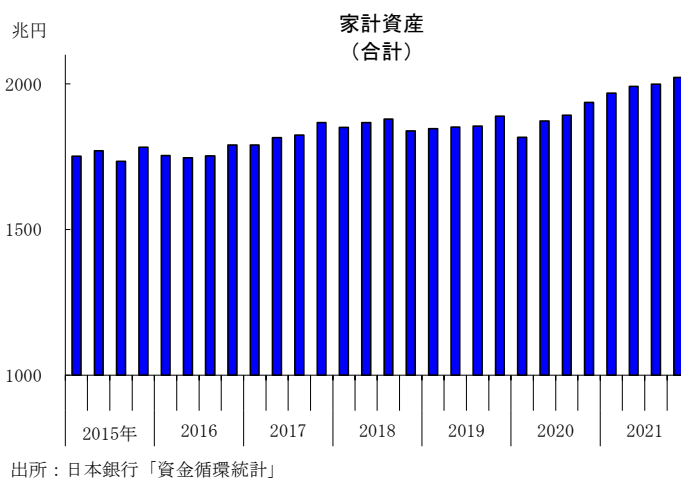
ただし、予測期間を通してみると、個人消費の増加を後押しする材料は乏しい。個人消費の動向を左右する雇用所得情勢をみると、雇用情勢については、コロナにより営業活動に多大な影響を受けてきた旅行関連や飲食関連での求人増が見込まれるため、期間を通じて緩やかに改善すると見込まれる。その一方で、企業収益が弱含むことから賃金回復の動きは鈍くなると予想される。また、資源価格高や円安を通じた輸入物価上昇を受けて、生活に欠かせない電気・ガス代や食料品価格が値上がりすることも、消費者の節約意識を高めることになろう。

以上から、2022 年度はコロナ禍により抑制されていた消費活動の発現などにより個人消費は増加が続くものの、年度後半には、そうした抑制需要の発現が弱まり、伸びが鈍化すると予測した。23 年度は所得情勢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。

図表 14 足元 3 月の個人消費は上向く



図表 15 家計の金融資産



## 5. 経済成長率の見通し

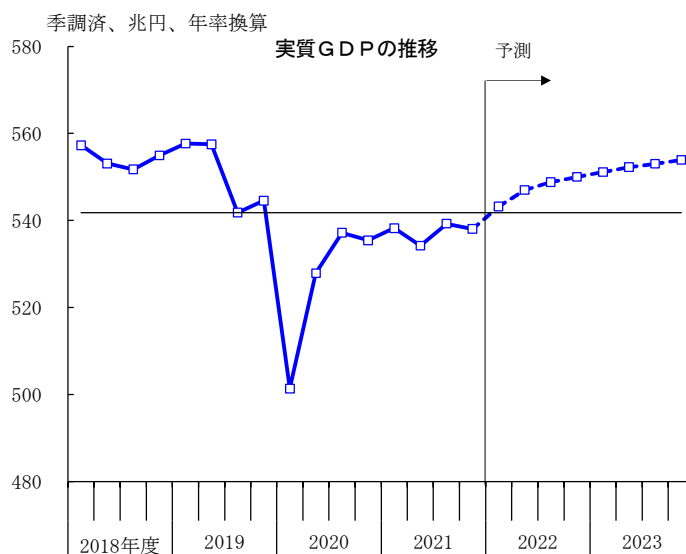
(実質GDP成長率は2022年度が+1.8%、23年度が+1.0%と予測)

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年度は4～6月期にGDP成長率が再びプラスに転じるものの、7～9月期以降は景気が次第に減速すると予想される。4～6月期には、コロナの影響が弱まる中でサービス消費を中心に個人消費が高めの伸びとなり、景気回復をけん引しよう。ただし、企業部門では、中国の都市封鎖やロシアによるウクライナ侵攻の影響で輸出が減少に転じ、世界経済の先行き不透明感などにより設備投資が低い伸びになるとみられる。7～9月期以降も個人消費は増加が続くものの、コロナ禍で繰り越されていた需要の発現が弱まるにつれて年度後半には伸びが鈍化する見込みである。一方、夏場以降の輸出については、中国景気の回復により増勢がいったん強まるものの、その後は利上げに伴う米国経済の減速やウクライナ危機の影響による欧州経済の減速により、増勢が弱まっていくだろう。輸出の減速に加えて、原材料高による国内企業の業績悪化が重石となり、設備投資は伸び悩むと見込まれる。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16、17)。

2023年度の日本経済は減速傾向で推移するだろう。個人消費は所得情勢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、欧米経済の減速などを受けて伸びが鈍化していくことになろう。ただし、インバウンド需要については、入国制限の緩和が進む中で、次第に増加するだろう。企業業績が伸び悩むため設備投資は小幅な伸びにとどまるものの、コロナ禍を起因とした経済の先行きに対する不透明感が次第に弱まることで、増勢が少しずつ強まってくると見込んだ。以上から、2023年度の実質GDP成長率は+1.0%へと一段と減速すると予測した。

このように、2022、23年度と減速が見込まれる日本経済であるが、景気を一段と下押しする懸念のあるリスク要因も多い。今回の予測では、コロナ禍による経済への影響はこの先逡巡すると見込んだが、感染力や毒性の強いコロナの変異株が出現すれば、再び緊急事態宣言などが発出され、経済活動が制限される恐れがある。また、ウクライナ情勢については、偶発的な衝突などで戦線が拡大する可能性もあり、先行きについては予断を許さない状況になっている。そうした事態が発生した場合には、世界経済の成長が大きく下振れし、日本経済も大きな影響を受けることになろう。

図表16 GDPは22年4～6月期にコロナ禍前(19年10～12月期)の水準を上回るものの、伸びは緩やかに



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 17 2022 年度・2023 年度のわが国経済の見通し（2022 年 5 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％）

|                 | 2021年度<br>実績 | 2022年度<br>見通し | 2022年度<br>上期 下期 |       | 2023年度<br>見通し | 2023年度<br>上期 下期 |       |
|-----------------|--------------|---------------|-----------------|-------|---------------|-----------------|-------|
|                 |              |               |                 |       |               |                 |       |
| 対ドル円レート（円／ドル）   | 112.4        | 132.1         | 130.3           | 134.0 | 129.0         | 131.0           | 127.0 |
| 対ユーロ円レート（円／ユーロ） | 130.6        | 139.9         | 138.8           | 141.0 | 137.5         | 139.0           | 136.0 |
| 米国実質GDP（暦年）     | 5.7          | 3.2           | [2.4]           | [3.3] | 2.1           | [1.7]           | [1.3] |
| ユーロ圏実質GDP（暦年）   | 5.4          | 2.4           | [1.0]           | [0.7] | 1.4           | [1.6]           | [1.6] |
| 中国実質GDP（暦年）     | 8.1          | 5.1           | 3.8             | 6.1   | 5.0           | 5.4             | 4.7   |

## 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<br>実績 | 2022年度<br>見通し | 2022年度<br>上期 下期 |       | 2023年度<br>見通し | 2023年度<br>上期 下期 |         |
|--------------|--------------|---------------|-----------------|-------|---------------|-----------------|---------|
|              |              |               |                 |       |               |                 |         |
| 実質GDP        | 2.1          | 1.8           | [1.2]           | [0.8] | 1.0           | [0.4]           | [0.3]   |
| 個人消費         | 2.6          | 3.0           | [1.8]           | [0.5] | 0.7           | [0.3]           | [0.3]   |
| 住宅投資         | ▲ 1.6        | ▲ 0.3         | [0.7]           | [0.6] | 0.6           | [0.3]           | [0.1]   |
| 設備投資         | 1.3          | 0.5           | [0.4]           | [0.7] | 1.3           | [0.6]           | [0.8]   |
| 政府消費         | 2.0          | 1.1           | [0.4]           | [0.9] | 0.9           | [0.3]           | [0.4]   |
| 公共投資         | ▲ 9.3        | ▲ 3.1         | [0.6]           | [1.3] | 2.1           | [1.0]           | [1.0]   |
| 輸出           | 12.5         | 1.4           | [▲ 0.0]         | [1.5] | 1.7           | [0.8]           | [0.3]   |
| 輸入           | 7.2          | 1.6           | [0.4]           | [0.8] | 1.1           | [0.5]           | [0.5]   |
| 国内需要         | 1.4          | 1.9           | [1.3]           | [0.6] | 0.9           | [0.4]           | [0.4]   |
| 民間需要         | 1.5          | 1.8           | [1.2]           | [0.4] | 0.6           | [0.3]           | [0.3]   |
| 公的需要         | ▲ 0.1        | 0.1           | [0.1]           | [0.3] | 0.3           | [0.1]           | [0.1]   |
| 海外需要         | 0.8          | ▲ 0.0         | [▲ 0.1]         | [0.1] | 0.1           | [0.0]           | [▲ 0.0] |
| 名目GDP        | 1.1          | 1.6           | [1.2]           | [0.9] | 1.8           | [1.0]           | [0.8]   |
| 新設住宅着工戸数（万戸） | 86.6         | 87.4          | 87.2            | 87.6  | 87.9          | 87.8            | 88.0    |
| （前期比、％）      | 6.6          | 1.0           | 0.9             | 0.4   | 0.6           | 0.3             | 0.2     |
| 鉱工業生産        | 5.8          | 2.8           | [1.8]           | [2.3] | 2.6           | [1.2]           | [0.5]   |
| 国内企業物価       | 7.3          | 8.7           | 10.5            | 7.0   | 0.7           | 1.5             | 0.0     |
| 消費者物価        | 0.1          | 1.9           | 2.0             | 1.9   | 0.8           | 1.1             | 0.4     |
| 完全失業率（％）     | 2.8          | 2.6           | 2.6             | 2.5   | 2.5           | 2.5             | 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、

消費者物価は生鮮食品を除く総合。

出所：内閣府「四半期別GDP速報」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。