

2022年8月19日

2022年度・2023年度の景気予測(2022年8月改訂)

～海外経済の減速などで23年度前半には成長率が低めに～

【要約】

2022年4～6月期の実質GDP(国内総生産)は前期比+0.5%とプラス成長になった。コロナの感染者数が減少傾向をたどり個人消費の増勢が拡大したほか、設備投資や輸出も増加した。

2022年度の日本経済を展望すると、7～9月期にはGDP成長率がやや低下しよう。中国の都市封鎖解除で中国向けを中心に輸出が増加するほか、企業の投資マインドが改善し設備投資の増加も続くとみられる一方で、コロナの感染拡大の影響で個人消費が鈍い動きとなり成長率を鈍化させるだろう。年度後半には、コロナの感染第7波が収束に向かう中で個人消費の増勢が再び強まることから10～12月期には成長率が高まるものの、1～3月期には成長率が低下すると見込んだ。ペントアップ需要の縮小で個人消費の増勢が鈍化することに加えて、利上げに伴う米国経済の減速やウクライナ危機の影響などによる欧州経済の低成長により輸出の鈍化が見込まれるためである。設備投資についても、欧米などの世界経済減速の影響で投資を見送る動きが現れ、鈍い動きになろう。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年度の日本経済は年度前半に低成長となり、後半には成長率がやや上向くと見込んだ。個人消費は所得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、欧米経済の減速感が強まる年度前半の伸びが低下する見込みである。年度後半には、米国のインフレ率が落ち着き、景気が持ち直し始めることから、輸出も上向くと見込んだ。他方、海外経済減速の影響などで企業業績が伸び悩むため、年度前半の設備投資は小幅な伸びにとどまると予想される。ただし、年度後半には、コロナ禍を起因とした経済の先行き不透明感が弱まってくることや、利下げによる米景気の回復期待などから、設備投資も増勢が次第に強まってくると予測した。以上から、2023年度の実質GDP成長率は+1.4%へと成長率が低下すると予測した。

予測結果の総括表

<前回2022年6月予測>

単位：前年比、% (*は寄与度)	2021年度 実績	2022年度 見通し	2023年度 見通し	2022年度 見通し	2023年度 見通し
実質GDP	2.3	1.8	1.4	1.6	1.0
民間需要*	1.5	1.8	0.9	1.6	0.6
公的需要*	▲ 0.0	0.3	0.3	0.1	0.3
輸出*	2.0	0.8	0.7	0.3	0.3
輸入*	▲ 1.2	▲ 1.0	▲ 0.5	▲ 0.3	▲ 0.2

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4～6月期の実質GDPは前期比+0.5%のプラス成長に

8月15日に内閣府が発表した2022年4～6月期の実質GDP（国内総生産、1次速報）は前期比+0.5%と、1～3月期の同横ばいからプラス成長となった（図表1）。また、実質GDPの実額は年率542.1兆円となり、コロナ禍前（2019年10～12月期、同540.8兆円）をようやく上回った。

需要項目別にみると、民間需要では、個人消費は同+1.1%と増勢が拡大した。新型コロナウイルス（以下、コロナ）の新規感染者数が減少傾向をたどり、外出を自粛する動きが和らいだことなどからサービス消費が増加したほか、衣料品などを含む半耐久財消費も高めの伸びとなった。住宅投資は同-1.9%と減少幅が拡大した。建設資材高騰などが影響した模様である。一方、設備投資は同+1.4%と増加に転じた。コロナの感染が縮小傾向をたどったことや、中国のロックダウン（都市封鎖）が解除に向かったことなどで、1～3月期に実施を見送っていた設備投資を実行に移す企業が増加したとみられる。

次に公的需要では、政府消費が同+0.5%と2四半期連続で増加した。コロナ対策のための支出などが増加に寄与していると考えられる。公共投資も同+0.9%と6四半期ぶりに増加した。21年度補正予算の執行で国土強靱化対策などが進んだと考えられる。他方、海外需要では、輸出が同+0.9%と増加基調を維持した。都市封鎖の影響で対中輸出が減少したものの、東南アジア向けの輸出などが増加した。一方、輸入は同+0.7%と3四半期連続で増加した。

図表1 2022年4～6月期のGDP(国内総生産)は成長率が高まる

(季節調整済、前期比、%)

	2020年		2021年				2022年	
	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
実質GDP	5.5	1.6	-0.4	0.5	-0.5	1.0	0.0	0.5
個人消費	5.5	1.6	-0.6	0.4	-0.9	2.4	0.3	1.1
住宅投資	-4.8	-0.3	0.7	1.6	-1.8	-1.3	-1.4	-1.9
設備投資	-0.4	1.2	0.8	1.2	-2.1	0.2	-0.3	1.4
政府消費	2.1	0.8	-0.8	0.9	1.1	-0.3	0.4	0.5
公共投資	-0.3	1.2	-0.2	-2.5	-3.3	-3.7	-3.2	0.9
輸出	10.0	9.8	2.3	3.0	0.0	0.6	0.9	0.9
輸入	-7.1	6.0	1.8	4.4	-1.1	0.4	3.5	0.7
内需寄与度	2.6	1.1	-0.4	0.7	-0.7	0.9	0.5	0.5
民間需要	2.2	0.9	-0.3	0.6	-0.8	1.2	0.6	0.3
うち在庫	-0.5	-0.1	-0.1	0.2	0.1	-0.1	0.5	-0.4
公的需要	0.5	0.2	-0.2	0.0	0.0	-0.3	-0.1	0.2
外需寄与度	2.8	0.6	0.1	-0.2	0.2	0.0	-0.5	0.0
名目GDP	5.5	1.4	-0.6	-0.2	-0.5	0.5	0.4	0.3

注：シャドロ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

(コロナ禍、資源高などによる景気の下押し圧力は次第に弱まっていくと想定)

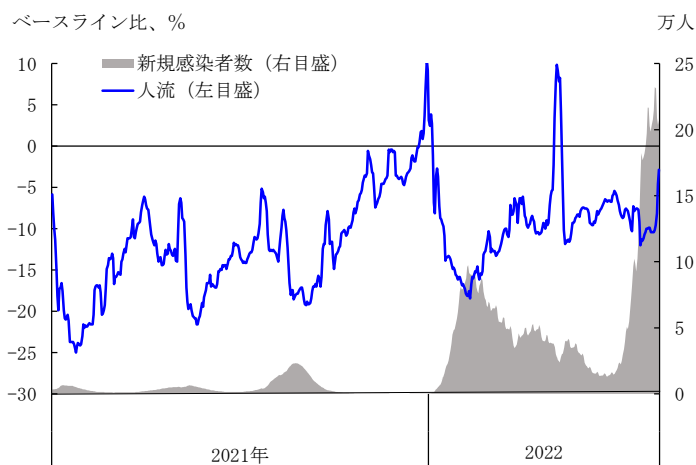
日本経済を取り巻く環境をみると、足元でコロナの感染再拡大により自主的にレジャーや外出などを控える動きが現れるなど、依然としてコロナ禍が景気回復の足かせとなっている。また、ロシアに対する経済制裁の影響などにより資源価格が高値の水準になっていることに加えて、為替市場では円が安値圏で推移しており、輸入物価が大きく上昇している。輸入物価の上昇は、仕入コスト上昇の転

稼を通じて企業業績や個人消費にも影響を与えている。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。

コロナについては、変異ウイルス「B A. 5」の感染拡大により、7月以降に新規感染者数が急増している（感染第7波、図表2）。政府は「B A. 5対策強化宣言」により、各都道府県が定める地域の実情にあった感染防止策を支援する仕組みで感染者の急増に対応している。ただし、「B A. 5対策強化宣言」での対策は、高齢者に外出自粛を呼びかけるなど注意喚起の意味合いが強いもので、従来の緊急事態宣言やまん延防止等重点措置のような経済活動の制限を要請する対策にはなっていない。また政府は、現在の感染第7波の収束後に、コロナウイルスの感染症法上の扱いを現在の「2類相当」から変更することを検討しているという。こうした点を踏まえると、今後の政府のコロナ対策は、一段と経済の正常化を重視する方向に向かうと考えられる。今後もコロナの感染が拡大する局面が現れ、感染拡大期には外出自粛などにより個人消費に一時的に下押し圧力が加わると見込まれる。ただし、政府の対策が経済の正常化を重視する方向に向かうことで、コロナ禍による日本経済への悪影響は少しずつ弱まっていくと見込んだ。

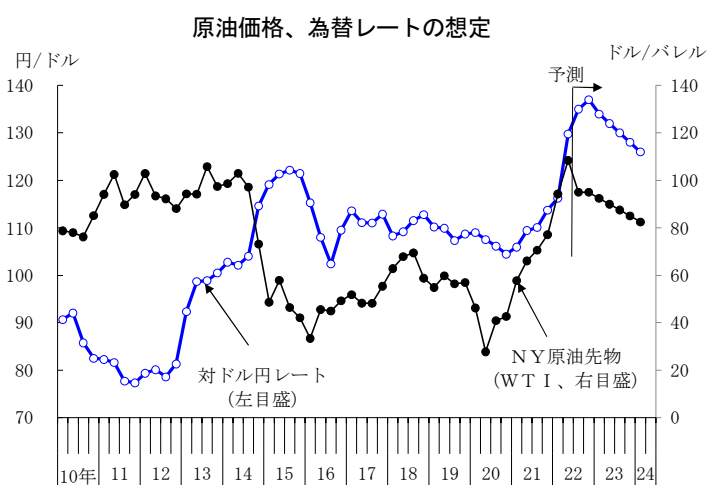
次に、原油などの国際商品市況については、高めの水準で推移するものの、海外景気の減速などにより23年に入ると、緩やかに低下すると見込んだ。原油価格（WT I）の動向をみると、ロシアによるウクライナ侵攻に伴い、資源国であるロシアに対して経済制裁を実施したことなどから、今年3月には1バレル120ドルを超える水準まで上昇した（図表3）。しかし、後述するような世界経済の減速見通しを背景に先行きの原油需給の緩和が見込まれる下で、足元の原油価格は1バレル90ドル程度と、ロシアによるウクライナ侵攻前と同程度まで低下している。この先については、ロシアに対する経済制裁の影響により、当面の間、足元の水準程度での推移が見込まれる。ただし、2023年になると、世界経済の減速に伴う需要の減少に加えて、コロナの感染縮小による物流の混乱解消などにより、原油価格は緩やかな低下傾向になると見込んだ。原油以外の国際商品市況についても、概ね同様の推移になると想定している。

図表2 足元で急増するコロナ感染者



注：人流は、小売・娯楽施設への訪問数と滞在時間についての、ベースライン（20年1月3日～2月6日）に対する変化率。人流と新規感染者数は後方7日間の移動平均値。直近は22年8月12日。
出所：Google「COVID-19 Community Mobility Reports」、NHKホームページより浜銀総研作成

図表3 資源高、円安は次第に緩和と想定



出所：Bloombergなどより浜銀総研作成

他方、ドル・円レートについては、①日米の金融政策の方向性の違いや、②資源高による日本の貿易収支赤字の定着などを背景に、22年末に向けて緩やかな円安・ドル高が続くと予想される。米国の金融政策をみると、後述するように、FRB（米連邦準備理事会）は22年末まで利上げを継続すると見込まれる。一方、日本では予測期間を通じて緩和的な金融政策が続き、政策金利は低位で推移すると見込まれる。こうした日米の金融政策に対する明確な方向性の違いを背景に22年内は円安・ドル高基調で推移すると想定した。しかし、23年になると利上げの影響で米国景気の減速感が明確になってくる見込みである。FRBは2023年前半に政策金利を据え置き、23年半ばには若干利下げすると想定し、23年前半にはFRBの先行きの利下げが意識される形で円高・ドル安傾向に転じると見込んだ。

3. 海外経済の見通し

（米国経済：FRBの積極的な金融引き締めなどを受けて景気は23年前半まで弱含みで推移）

2022年4～6月期の米国の実質GDP（国内総生産）は前期比年率-0.9%（1～3月期は同-1.6%）と、2四半期連続のマイナス成長となった（図表4）。

4～6月期の実質GDPを需要項目別にみると、外需（輸出－輸入）の実質GDP成長率に対する寄与度が+1.4%ポイントと8四半期ぶりにプラスに転じ、成長率を押し上げた。輸出が前期比年率+18.0%と大幅に増加する一方で、輸入が同+3.1%と前期（同+18.9%）よりも増勢が鈍化した。また個人消費も同+1.0%と、前期（同+1.8%）に比べて伸びが鈍化したものの、プラス成長を維持した。高インフレやローン金利上昇の影響から財消費が2期連続の減少となったものの、サービス消費が堅調に増加した。

一方、企業の設備投資は前期比年率-0.1%（前期：同+10.0%）と、小幅ながらも2年ぶりの減少に転じた。投資の内訳をみると、知的財産投資が高い伸びを維持する一方で、機械設備と構築物がいずれも減少した。また、住宅投資も金利上昇の影響から同-14.0%と大幅な減少に転じた。さらに、民間在庫投資の抑制が成長率を大幅に押し下げた。中国の都市封鎖に伴うサプライチェーンの混乱が在庫投資に影響していると考えられる。これらの結果、4～6月期の国内民間最終需要は前期比年率横ばいとなり、民間需要が大幅に減速していることが明確となった。

このように実質GDP成長率は足元で2四半期連続のマイナス成長となったが、これをもって景気が後退局面入りしたと判断するのは早計といえよう。その理由としては、まず雇用情勢が依然として良好であることが挙げられる。7月の非農業部門雇用者数は前月比52.8万人増と順調に増加している。また同月の失業率は3.5%と前月から若干低下し、コロナ禍前の最低水準（2020年2月の3.5%）に戻った。平均時給についても、7月は前年比+5.2%と堅調に推移している。

また企業の景況感は、物価高や金利上昇の影響などにより改善ペースが鈍っているものの、不調というほどまでには悪化していない。7月のISM（米供給管理協会）製造業景況指数は52.8と低下が続いたものの、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。また同月のISM非製造業景況指数は56.7と前月に比べ上昇し、26か月連続で50を上回っている。

一方、物価は依然として大幅に上昇している。7月の消費者物価指数（CPI）は前年比+8.5%と

なった。伸び率は約40年ぶりの大きさだった6月(同+9.1%)より低下したものの、高水準で推移している。同月のコアCPI(変動の激しい食品とエネルギーを除く指数)は同+5.9%と6月と同じ伸びとなった。7月の消費者物価の内訳をみると、エネルギーが同+32.9%と高い伸び率ながらも、原油価格の上昇一服などを受けて前月に比べて増勢が鈍化した。一方、住居費(同+5.7%)や医療費(同+5.1%)などを含むサービス価格(同+6.3%)が伸び率を高めている。先に見た賃金の大幅な上昇がサービス価格を押し上げていることなども踏まえると、サービス価格の伸びが鈍化するには時間を要すると考えられる。

こうした中、金融面では、FRBが金融引き締めを加速させている。FRBは22年3月のFOMC(公開市場委員会)で0.25%の利上げを実施し、その後、5月に0.5%、6月と7月にそれぞれ0.75%の利上げを実施した。ただ、パウエルFRB議長は7月27日のFOMC後の記者会見で、今後の利上げペースは経済指標次第との姿勢を示すとともに、金融引き締めの効果を検証しながら「利上げペースを緩めることが適切になるだろう」と述べた。これを受けて、先行きFRBの利上げペースが鈍化していくとの見方が強まっている。政策金利のFF(フェデラル・ファンド)金利の先物市場では、年内に3.5%程度までの利上げを織り込んでいる(図表5)。

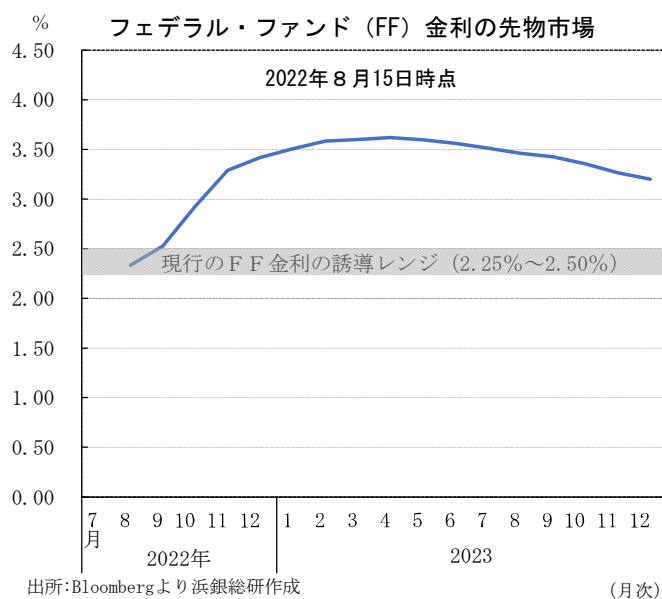
こうした状況を踏まえた上で先行きを展望すると、当面は高インフレが引き続き景気の下押し圧力となる一方で、良好な雇用・所得環境を背景に個人消費が底堅く推移し、景気を下支えすると見込まれる。また、企業部門でも収益の増加を背景に、知的財産投資などの設備投資が増加すると予想される。22年7~9月期については、住宅投資の減少が続くものの、4~6月期に大幅なマイナス寄与となった民間在庫の復元が成長率を押し上げる方向に作用すると期待されることもあり、実質GDPはプラス成長に転じると予測した。

ただ、22年10~12月期以降、景気は再び減速基調で推移すると見込まれる。コロナ禍からのペントアップ需要(繰越需要)が減退することに加えて、FRBの大幅な利上げによるローン金利の上昇

図表4 米国は4~6月期もマイナス成長



図表5 市場の米利上げ織り込み度合い



が耐久財消費などの抑制に作用する公算が大きい。本予測では、F R Bが2022年末にかけて政策金利（F F金利の誘導レンジの上限）を3.5%程度まで引き上げると想定した。また、ウクライナ危機の影響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+1.8%と、21年の+5.7%から大幅に鈍化すると予測した。

続く2023年はF R Bの利上げの効果が本格的に効いてくるため、前半にはゼロ%に近い水準まで経済成長率が減速していこう。こうした成長率の大幅鈍化を受けて、F R Bは23年半ばに若干利下げすると想定した。23年後半になるとインフレ率が落ち着いてくることもあり、成長率は緩やかな持ち直しに転じる見通しである。23年の実質GDP成長率を+0.8%と見込んだ。

（ユーロ圏経済：ウクライナ危機を受けて景気は22年、23年と大幅な減速へ）

2022年4～6月期のユーロ圏の実質GDP（域内総生産）は前期比+0.7%と、1～3月期（同+0.5%）から成長のスピードが加速した（図表6）。ただ、国別にみると成長にばらつきがみられる。すなわち、ドイツは前期比横ばいと1～3月期の同+0.8%から大幅に減速した、一方、フランスは同+0.5%とプラス成長に復帰し、またイタリアが同+1.0%、スペインが同+1.1%といずれも成長率が加速した。これらの国々ではコロナ対策の行動制限が解除され、サービス消費の回復が進んだことが成長率の加速につながったとみられる。

月次の経済指標をみると、ウクライナ危機を背景に企業の景況感が大幅に悪化している。すなわち、7月のユーロ圏製造業PMI（購買担当者景気指数）は49.9に低下し、景況感の節目となる50を下回った。総合PMIを国別にみると、7月はドイツ（48.1）とイタリア（47.7）が大幅に低下し、節目の50を割り込んだ。一方、フランスは51.7と前月よりは低下したものの、依然として50を上回っている。

他方、ユーロ圏でも物価の上昇が顕著となっている。7月のユーロ圏の消費者物価指数は前年比+8.9%と、1997年の統計開始以来、最も高い伸び率となった。内訳をみると、特にエネルギー価格（同+39.7%）の上昇が顕著である。

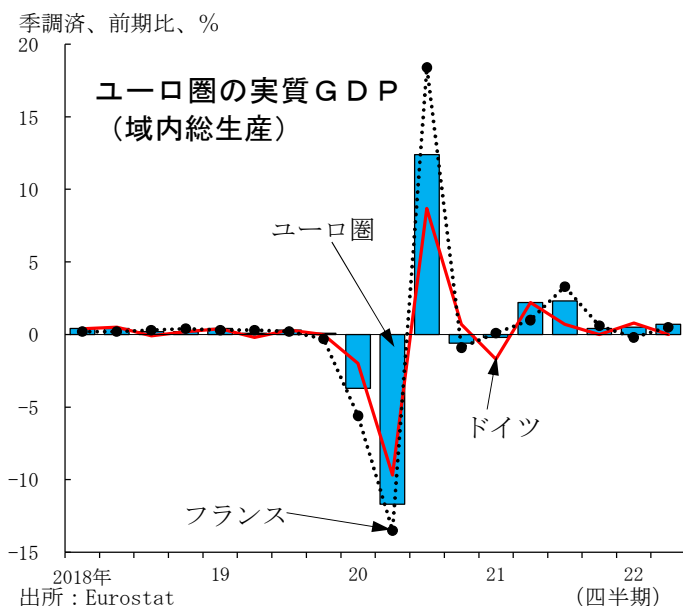
こうした状況下、E C B（欧州中央銀行）は7月の定例理事会で、主要な政策金利を0.5%引き上げた。利上げは2011年以来11年ぶりである。中銀預金金利をゼロ%に引き上げ、8年間に及んだマイナス金利政策を解除した。また、E C Bは市場安定化に向けて、多額の債務を抱える南欧の金利が上昇することによる「域内格差」を是正する新たな債券買い入れ措置である「伝達保護措置（T P I：Transmission Protection Instrument）」を発表した。金利の先物市場では、E C Bが2022年末までに合計1%程度の追加利上げを実施するとの見方が出ている（図表7）。

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ろう。冬場には暖房需要の増加によりエネルギー価格の一段の上昇が予想され、ユーロ圏景気の減速感が強まると見込まれる。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もみられることは、ユーロ圏の輸出の押し上げ要因として期待される。また、E U（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。22年のユーロ圏の実質GDP成長率は+2.9%

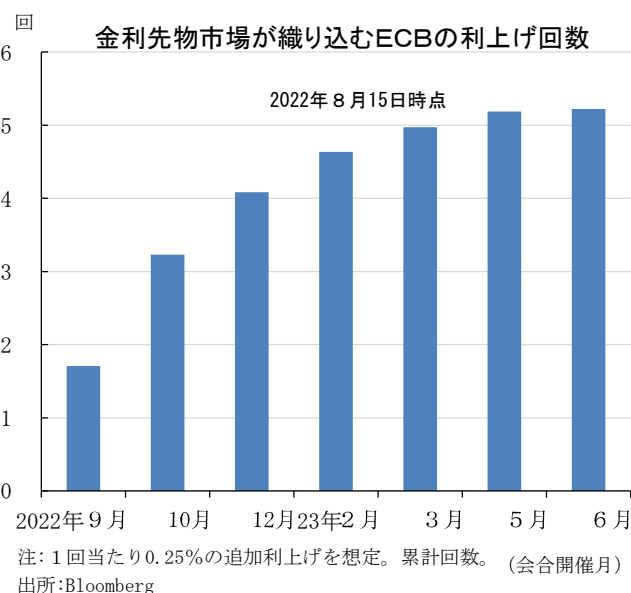
と、21年の+5.3%から大幅に減速すると見込んだ。なお、ECBは22年末にかけて政策金利（主要オペ金利）を1.5%程度まで引き上げ、その後、23年中は金利を据え置くと想定した。

23年には22年後半に実施されたECBの利上げの効果が本格的に現れ、前半は景気が低調に推移しよう。米国景気の減速も輸出の下押し要因になると見込まれる。23年のユーロ圏の実質GDP成長率は+0.3%と一段と減速すると予測した。

図表6 ユーロ圏はプラス成長で推移



図表7 年内に1%程度の追加利上げへ



(中国経済: 習体制による景気対策の強化などにより、22年後半には成長率が回復)

中国の2022年4～6月期の実質GDP（国内総生産）は、前年比+0.4%と上海市の都市封鎖の影響などから成長率が前期（同+4.8%）を大きく下回った。内訳をみると、移動・外出制限が強化されたことなどから、小売売上高（同-4.6%）が大幅に落ち込んだ。また建設工事の中断などから、固定資産投資の伸び（同+4.2%）も大きく低下した。さらに、物流の混乱や工場の生産停止などの影響で、輸出（同+12.9%）も減速した。

その後の中国景気は、上海市の都市封鎖の解除（22年6月1日）や習近平体制による景気対策強化の効果から6月に回復の動きがいったん広がったものの、7月に入ってその動きがやや緩慢になっている。ゼロコロナ対策の継続や不動産市場の低迷などがその背景にあると考えられる。まず、個人消費に関しては、7月の小売売上高が前年比+2.7%と2か月連続で増加したものの、前月に比べて増勢がやや弱まった。乗用車取得税の半減措置の実施を背景に自動車関連が高い伸びを維持したものの、ゼロコロナ対策の継続を背景に外食関連などの対面型の消費が依然として減少している。また7月の固定資産投資も前年比+3.5%と3か月ぶりに増勢が弱まった。財政出動の強化などからインフラ関連が4か月ぶりに2桁増となったものの、住宅市場の低調などを背景に不動産業が一段と弱含んだとみられる^(注)。生産活動にもやや弱めの動きがみられる。7月の鉱工業生産は前年比+3.8%と伸び悩

んだ。また、製造業の景況感も足元で悪化し、7月の製造業PMI（中国国家统计局発表）は49.0と再び中立水準（50）を下回った（図表8）。内訳をみると、「生産」が減退し、また景況感の先行きを占う「新規受注」も中立水準を割り込んだ。

こうした中、2022年7月末に開かれた「中央政治局会議」では、2022年の経済成長率目標（5.5%前後）の提示が見送られた。一方で、2022年後半の経済対策については、財政出動と金融緩和の両面で景気対策の強化を求めるという従来の方針が踏襲された。具体的には、①消費や投資といった内需拡大に積極的に取り組むこと、②企業向けの資金支援を強化すること、③不動産市場の安定を図るべく工事停止・延期中の物件引き渡しを確保すること、などである。また同会議においては、今後もゼロコロナ方針を維持することが示された。このため、本予測では、予測期間中（2023年まで）ゼロコロナ対策が継続し、初期対応の厳格化措置が実施されると想定した。上海市で発生したような大規模な都市封鎖は発生しないものの、初期対応の厳格化により小規模な都市・エリアの封鎖が以前に比べて頻繁に実施されると見込まれ、この点が今後も景気回復の足取りを鈍らせる要因となろう。もっとも、22年秋に共産党大会の開催を控えた習体制は、雇用の安定などの社会的な目的もあり、この先も景気の実情に合わせて機動的に景気対策に取り組むと予想される。

以上のような状況を踏まえて、先行きの中国経済を展望すると、2022年後半の実質GDP（国内総生産）は成長率が回復しよう（図表9）。まず、固定資産投資は改善する見込みである。すでに実施されている大規模な財政出動により公共インフラ投資の増勢が拡大する公算が大きい。また、景気対策の強化による内需の持ち直しなどを背景に製造業の設備投資も緩やかに持ち直す見込みである。電子・通信分野などの投資が堅調に推移すると考えられる。さらに不動産業については、中国当局による住宅購入支援策の強化（次ページ注参照）などにより、住宅を中心に不動産投資改善の動きが現れてこよう。次に、個人消費に関しては、緩やかな持ち直しにとどまるだろう。乗用車取得税の半減措置の効果などが個人消費を押し上げると期待される。一方で、ゼロコロナ対策の影響で、対面型消費の改善が引き続き緩慢なものにとどまることが個人消費全体の復調の足を引っ張る見込みである。一方、輸出は、都市封鎖の解除によりいったん持ち直した後、やや弱含むと予想される。ウクライナ危機の影響によるユーロ圏景気の減速に加え、インドやベトナムといった新興国の生産活動の持ち直しを背景に、中国で行われていた代替生産が縮小することが輸出の伸びを抑えることになる。

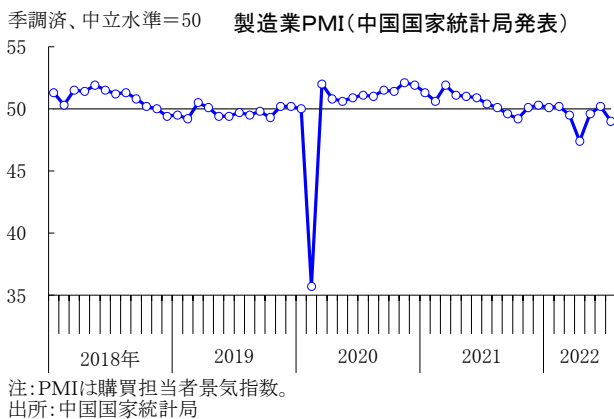
続く2023年については、実質GDP成長率が年明けから減速基調で推移しよう。まず輸出は年初から欧米向けを中心に一段と弱含んでいこう。ウクライナ危機や米国などの利上げにより、欧米の景気が減速するためである。次に、固定資産投資も減速に転じる見込みである。住宅購入支援策などから不動産投資が底堅く増加するものの、外需の減速などから企業の設備投資が弱含むだろう。またインフラ関連についても、5Gなどのデジタル化関連や、太陽光・風力発電といったカーボンニュートラル関連などの新型インフラ投資が堅調に増加するものの、財政出動の効果が薄れることから鉄道などの従来型インフラ投資が弱含む。一方、個人消費は引き続き緩やかな改善にとどまると見込まれる。新エネルギー車の免税措置の継続実施やデジタル消費を支援するためのクーポン付与による消費押し上げが見込まれるほか、住宅市場の回復に伴う家電消費などの回復も期待される。ただ、コロナ感染の厳格な初期対応を背景に、外食関連などの対面型消費の大幅な改善は見込みにくく、消費の回

復は緩やかとなるよう。

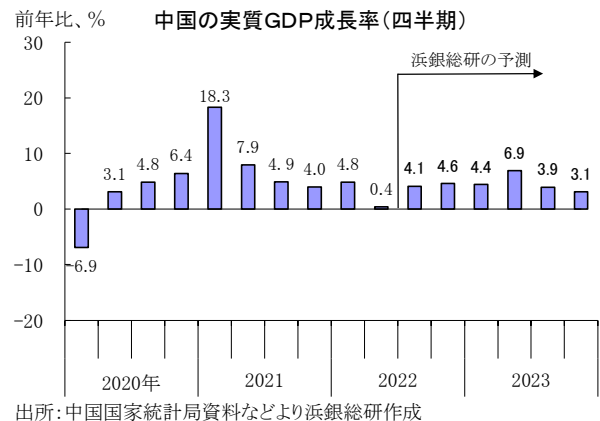
以上より、2022年の中国の実質GDP成長率を+3.5%、2023年を+4.5%と予測した。

注：中国では、マンションの建設前に契約が行われ、住宅ローンの支払いが始まるケースが多い。習体制が2020年後半に実施した不動産取引の引き締め強化策から、恒大集団などの不動産会社は相次いで資金不足に陥り、21年以降は資金繰りに窮した不動産会社が販売済みの物件の建設工事を停止したり延期したりするケースが増加した。このため、住宅購入予定者の間で、購入を手控える動きが広がり、このことが中国の住宅市場の低調が長引く要因の一つとなった。これに対し、中国当局は工事停止・延期中の物件について、「物件引渡しの確保」を求めるなど、工事の再開を促している。22年秋の共産党大会の開催を前に、習体制が住宅市場の回復を目的とする追加の対策を打ち出すことも十分に考えられる。

図表8 製造業の景況感は足元で悪化



図表9 22年後半は成長率が回復



4. 日本経済(主要需要項目)の見通し (輸出:欧米など世界経済の減速で鈍い動きに)

2022年4～6月期の実質GDPベースの輸出は前期比+0.9%と緩やかな増加が続いた。財貨・サービス別にみると、財貨の輸出は同+0.4%と、1～3月期(同+1.8%)に比べて増勢が鈍化した。ASEANなど東南アジア向けの輸出が増加したものの、中国における都市封鎖の影響で対中輸出などが落ち込んだ。一方、サービスの輸出は同+3.5%と3四半期ぶりに増加した。日本国内のコロナの感染者数が減少し、外国人の入国制限が幾分緩和されたことから、外国人の日本国内での消費増などがサービス輸出を押し上げた模様である。

今後の輸出を展望すると、2022年後半の輸出は底堅く推移すると予想される。日本銀行の実質輸出を仕向地別にみると、今春に大きく落ち込んでいた中国向け輸出が、都市封鎖の解除により足元で増加基調に転じている(図表10)。今年秋に共産党大会を控えた中国では、大規模な都市封鎖を回避しながら、成長率が回復すると見込まれることから、22年後半にかけて中国向け輸出の回復が続いていくことになろう。また、中国で都市封鎖が実施されていた際には日本国内で部品などの調達が困難となり、輸出向けの製品の生産が滞る動きがみられたが、こうした供給制約も弱まっている。実際に6月の鉱工業生産指数は前月比+9.2%と3か月ぶりに上昇しており、先行きの生産計画を示す予測指数も輸送機械などを中心に7、8月と増産が見込まれている(図表11)。こうした財の生産回復も輸出

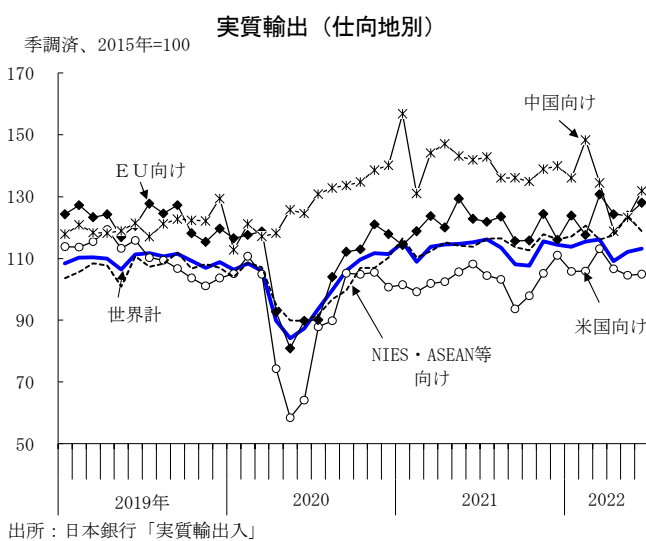
の増加に寄与しよう。

もっとも 2023 年に入ると、欧米などの世界経済の減速の影響を受けて、輸出は次第に減速感が強まってくるだろう。仕向地別にみると、米国向け輸出は輸出品の供給制約解消により今後しばらく増加するものの、米国景気減速の影響で、23 年に入る頃には鈍い動きになるだろう。米国での利上げによる借入金利の上昇で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を中心にわが国の輸出の増勢が弱まることになろう。ただし、23 年後半にはインフレ率が落ち着いてくることなどで米景気が緩やかに持ち直し始めることから、対米輸出が上向き始めると予測した。他方、EU 向け輸出については予測期間を通じて弱い動きになると見込んだ。ウクライナ危機や欧州での利上げの影響で今後の欧州経済は低迷し、23 年も低成長が続く見込みである。地政学リスクが意識されることで投資活動も抑制されることから、資本財の輸出などが伸び悩むと予想される。中国向け輸出については、上述のとおり 22 年後半に回復し、その後は緩やかに増加すると見込んだ。

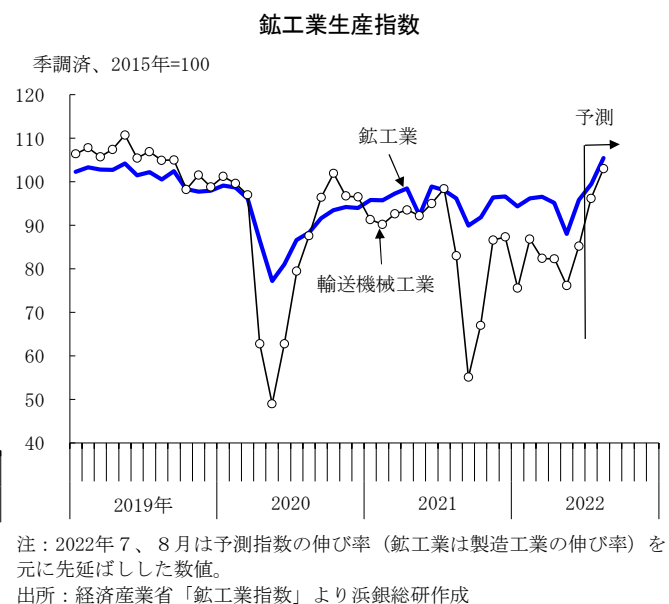
以上をまとめると、22 年後半の輸出は対中輸出の回復がけん引し増加すると予想される。23 年に入ると米国景気の減速により輸出の増勢が弱まるだろう。その後、23 年後半には米国景気が緩やかな持ち直しに転じるなどから、輸出の増勢も少しずつ回復してくることになろう。

なお、サービスの輸出については、コロナ禍で大きく減少していたインバウンド需要の回復により少しずつ上向いていくと見込んだ。今年 6 月には外国人観光客の受け入れが開始されており、足元の感染第 7 波が収束した後は、外国人の入国制限が緩和される方向で進むと予想される。為替レートの円安も追い風となり、制限の緩和とともに、訪日観光客が増加することになろう。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、低水準での推移が見込まれる。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ろう。

図表 10 足元で対中輸出が上向く



図表 11 増産で輸出品の制約も緩和方向へ



(設備投資:底堅く推移するものの、海外経済減速などで伸びは高まりにくい)

4～6月期の設備投資は前期比+1.4%と増加に転じた。1～3月期には、国内におけるコロナの感染再拡大のほか、ウクライナ危機や中国におけるコロナの感染拡大の影響で企業の投資判断が慎重化していたものの、4～6月期には国内でコロナの感染が縮小傾向をたどったことや、コロナの感染縮小で中国の都市封鎖が解除に向かったことなどで、実施を見送っていた設備投資を実行に移す企業が増加したとみられる。

設備投資の先行指標をみても、足元で企業の設備投資が増加している様子がうかがえる。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)は4～6月期に前期比+8.1%と増加に転じ、建設投資の先行指標である建築着工床面積(民間非居住用)も同+11.8%と上向いた(図表12)。夏場の設備投資も増加が続くと予想される。

企業のアンケート調査によれば、2022年度の企業の設備投資計画は高い伸びが見込まれている。日本銀行「短観(2022年6月調査)」では、全規模・全産業ベースの2022年度の設備投資は前年比+13.1%と2桁の増加が計画されている(図表13)。また、日本政策投資銀行「全国設備投資計画調査(2022年6月)」では、22年度の大企業(資本金10億円以上)の設備投資は同+26.8%と大幅な増加が見込まれている。同調査によれば、脱炭素やデジタル化関連の投資のほか、ウクライナ危機による国際秩序の再編や円安のリスクが増大する中で、戦略在庫の確保などサプライチェーンの強靱化を図るための投資などが計画されているという。

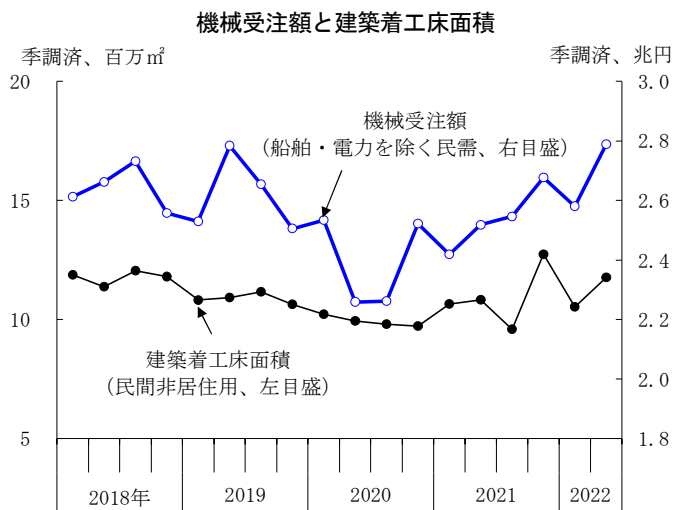
このように、2022年度の設備投資計画では大幅な増加が予想されている。投資計画が実際に実施されるか否かが今後の設備投資のポイントになろう。上述の日銀短観の投資計画をみると、コロナ禍の2020年度以降、設備投資の実績が当初計画を下回る状況が続いてきた。コロナの感染動向に加えて、資源高などによる業績圧迫懸念、ウクライナ危機による世界経済の不確実性などが、設備投資の判断を慎重化させてきたと考えられる。

上述のとおり、大企業中心に脱炭素やデジタル化関連投資などの大幅な増加が計画されており、こうした中長期的な視点に基づく投資が実施されることで、設備投資は底堅く推移するとみられる。ただし、足元においても、日本国内ではコロナの感染が再拡大しているほか、資源高などによる業績の圧迫も続いている。こうした要因が企業の設備投資判断を慎重化させることから、この先も設備投資の一部は実施が先送りされることが考えられる。総じてみれば、設備投資の伸びは高まりにくい状況となろう。こうした状況が続く中で、2023年前半には利上げの影響で米国経済の減速感が強まり、世界経済の先行き不透明感も強まってくる公算が大きい。このため投資の実施を見送る動きが広がることで、設備投資の伸びも低下すると考えられる。ただし、23年度後半になると、コロナ禍による先行きの不透明感が弱まってくることに加えて、利下げにより米国景気の回復期待が高まってくることから、設備投資が次第に上向いてくると見込んだ。

なお、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。日銀短観で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+4.3%と増収となる一方、経常利益は同-3.6%と減益計画になっている。為替レートの円安が輸出企業の収益を押し上げるものの、国際商品市況の高止まりや円安などによる交易条件の悪化を背景に、総じてみれば22年

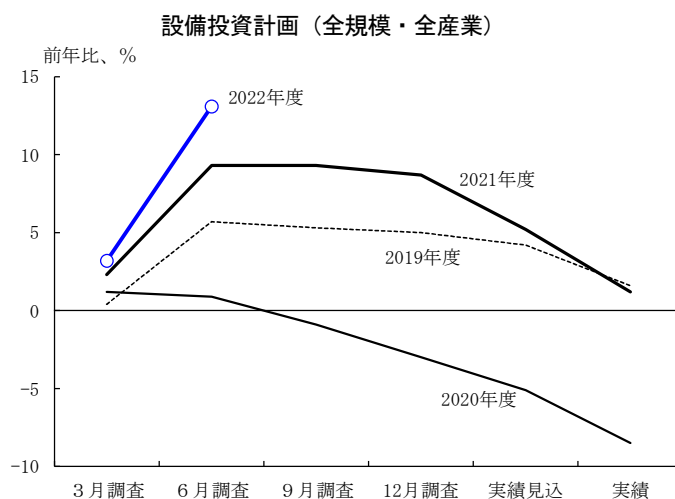
度の企業収益は弱含むことになろう。23年度についても、世界経済の減速による需要の伸び悩みで、企業の売上高は伸び悩み、収益の改善も小幅にとどまると見込んだ。

図表 12 設備投資の先行指標が上向く



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 コロナ禍で投資実績が当初計画を下回る



注：全規模・全産業ベース。ソフトウェア・研究開発を含む設備投資額（除く土地投資額）。
出所：日本銀行「短観」

（個人消費：コロナの影響が弱まり22年度後半に増勢が強まる）

4～6月期の個人消費は前期比+1.1%と増勢が拡大した。形態別にみると、コロナの感染者数が減少傾向をたどり、外出を自粛する動きが和らいだことから、サービス消費が同+1.4%と増加したほか、衣料品などを含む半耐久財消費が同+3.9%と2四半期ぶりに増加した。また、耐久財消費（同+0.3%）と非耐久財消費（同+0.4%）も小幅に増加した。

しかし、7～9月期の個人消費は鈍い動きになると予想される。7月に入り、変異株「B A.5」の流行により、コロナの新規感染者数が急増している（3ページ、図表2）。これを受けて外出を控える動きが広がっている模様で、小売店や娯楽施設などの人流を示すデータは7月中旬以降弱めの動きになっている^(注)。しばらくの間、消費者は自主的に外出や旅行を一定程度控えるとみられるため、今夏の個人消費はサービス消費を中心に鈍い動きになると見込まれる。

もっとも、秋以降にはコロナの感染第7波が収束に向かい、消費活動が正常化に向かう中で個人消費の増勢が再び強まってくると予想される。10～12月期には、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再び押し上げられることになろう。なお、今回の予測では、7月前半からの実施予定が延期されていた「全国旅行支援」が今秋には開始され、2022年度末まで実施されると見込んだ。こうしたことも今秋以降の個人消費を底上げするだろう。

ただし、23年1～3月期の個人消費は回復の動きが鈍化するだろう。サービス消費や半耐久財消費などのペントアップ需要（繰越需要）が縮小するためである。加えて、国際的な商品市況高や円安の影響を受けた物価高が個人消費の持続的な回復の足かせになるだろう。直近6月の消費者物価指

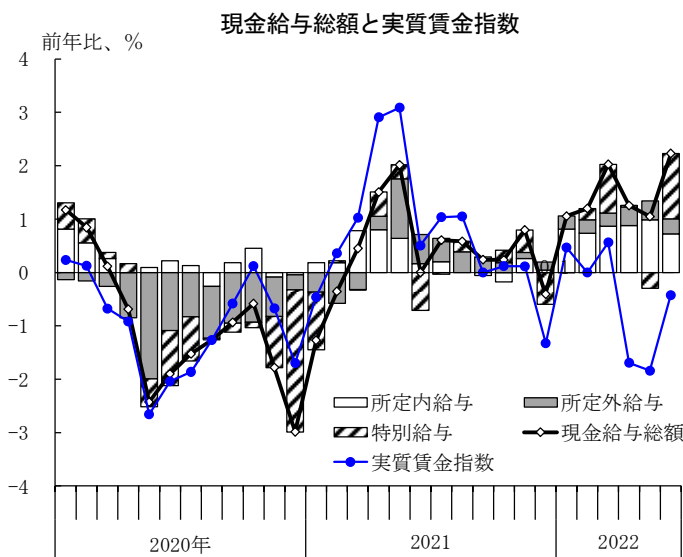
数（生鮮食品を除く総合）は前年比+2.2%となり3か月連続で2%超の上昇となった。内訳をみると、電気、ガス代などのエネルギーに加えて、食料品などにも値上げが広がっている。他方、所得情勢に関する指標をみると、額面ベースである現金給与総額（名目賃金）はコロナ禍から経済活動が正常化する過程で増加傾向をたどっている（図表14）。しかしながら、物価上昇を加味して家計の購買力ベースで評価した実質賃金は4月以降前年割れとなっている。賃金回復を上回る物価上昇により、家計の購買力が低下していることがわかる。

この先についても、国際商品市況の高値推移や円相場の安値推移などから2022年内の消費者物価指数（同）は前年比+2%程度の伸びで推移し、2023年以降、伸びが次第に鈍化する見込みである（図表15）。一方、所得情勢の先行きをみると、まず雇用環境については、コロナ禍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、予測期間を通じて緩やかに改善すると見込まれる。ただし、交易条件の悪化や世界経済減速の影響で企業収益が弱含むことから2023年度中心に賃金回復の動きが鈍くなると予想される。23年度後半には物価上昇率が鈍化するものの、所得情勢の緩慢な改善を背景に、予測期間を通じて家計の購買力は高まりにくいと考えられる。

以上から、2022年度はコロナ禍により抑制されていたサービス消費の回復などにより秋口以降に個人消費が増加する局面がみられるものの、その後の個人消費の回復基調は総じて鈍く、小幅な増加が続くと見込んだ。23年度は所得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。

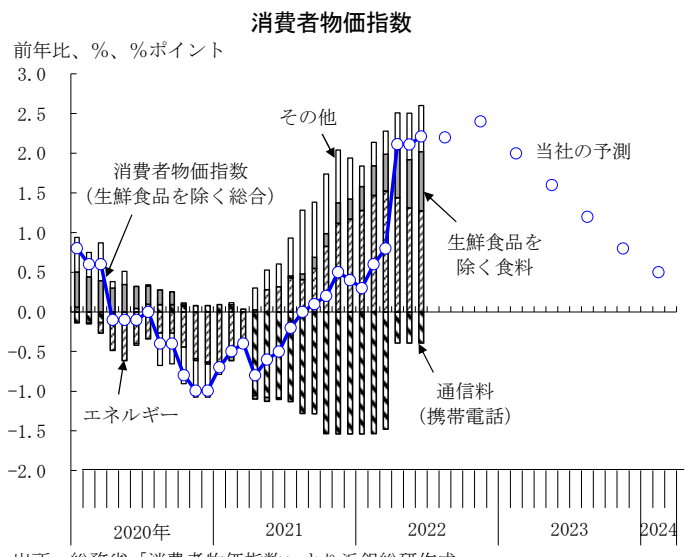
注：3ページ図表2の人流は、ベースライン（20年1月3日～2月6日）と比較した増減率である。足元で人流の減少率が縮小しているのは、夏休みに入り外出が増えているためで、例年の夏期に比べれば人流は少ないと考えられる。

図表14 実質ベースの賃金は前年割れに



出所：厚生労働省「毎月勤労統計調査」より浜銀総研作成

図表15 2022年度のCPIは2%の上昇続く



出所：総務省「消費者物価指数」より浜銀総研作成

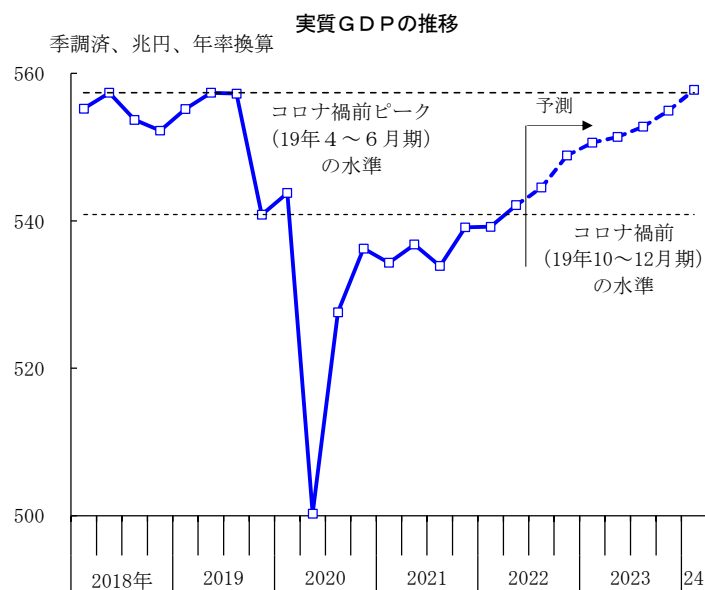
5. 経済成長率の見通し

(実質GDP成長率は2022年度が+1.8%、23年度が+1.4%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7～9月期にはGDP成長率がやや低下すると予想される。中国の都市封鎖解除で中国向けを中心に輸出が増加するほか、都市封鎖の影響が和らいだことで企業の投資マインドが改善し設備投資の増加も続くとみられる。その一方で、コロナの感染拡大の影響で個人消費が鈍い動きとなり成長率を鈍化させることになろう。年度後半には、コロナの感染第7波が収束に向かう中で個人消費の増勢が再び強まることから10～12月期には成長率が高まるものの、1～3月期には成長率が低下すると見込んだ。10～12月期に拡大したサービス消費などのペントアップ需要が縮小することで個人消費の増勢が鈍化することに加えて、利上げに伴う米国経済の減速やウクライナ危機の影響などによる欧州経済の低成長により輸出の鈍化が見込まれるためである。設備投資についても、欧米などの世界経済減速の影響で投資を控える動きが現れ、鈍い動きになろう。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年度の日本経済は年度前半に低成長となり、後半には成長率がやや上向くと見込んだ。個人消費は所得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、欧米経済の減速感が強まる年度前半の伸びが低下する見込みである。年度後半には、米国のインフレ率が落ち着いてくることもあり米景気が緩やかな持ち直しに転じることから、輸出も上向くと見込んだ。なお、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、次第に増加することになろう。他方、海外経済減速の影響などで企業業績が伸び悩むため、年度前半の設備投資は小幅な伸びにとどまると予想される。ただし、年度後半には、コロナ禍を起因とした経済の先行き不透明感が弱まってくることや、利下げによる米景気の回復期待などから、設備投資も増勢が次第に強まってくると予測した。以上から、2023年度の実質GDP成長率は+1.4%へと成長率が低下すると予測した。

図表16 実質GDPは24年1～3月期にコロナ禍前ピーク(19年4～6月期)の水準を回復する見込み



注：青破線は当社予測値。

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8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 実績	2022年度 見通し	2022年度		2023年度 見通し	2023年度	
			上期	下期		上期	下期
対ドル円レート (円/ドル)	112.4	133.9	132.4	135.5	129.0	131.0	127.0
対ユーロ円レート (円/ユーロ)	130.6	138.3	138.1	138.5	132.3	134.0	130.5
米国実質GDP (暦年)	5.7	1.8	[0.6]	[1.3]	0.8	[0.5]	[0.9]
ユーロ圏実質GDP (暦年)	5.3	2.9	[2.1]	[0.5]	0.3	[0.0]	[0.5]
中国実質GDP (暦年)	8.1	3.5	2.5	4.4	4.5	5.7	3.5

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 実績	2022年度 見通し	2022年度		2023年度 見通し	2023年度	
			上期	下期		上期	下期
実質GDP	2.3	1.8	[0.8]	[1.2]	1.4	[0.4]	[0.8]
個人消費	2.6	2.8	[1.3]	[0.9]	0.8	[0.1]	[0.4]
住宅投資	▲ 1.6	▲ 3.5	[▲ 2.3]	[0.6]	0.9	[0.3]	[0.6]
設備投資	0.6	2.8	[2.1]	[2.3]	2.6	[0.7]	[1.5]
政府消費	2.0	1.8	[1.1]	[1.0]	1.1	[0.5]	[0.4]
公共投資	▲ 7.5	▲ 2.7	[▲ 0.2]	[1.3]	2.1	[1.0]	[1.0]
輸出	12.5	4.2	[2.4]	[2.5]	3.6	[1.2]	[2.4]
輸入	7.2	5.4	[3.4]	[2.2]	2.6	[0.8]	[1.6]
寄与度							
国内需要	1.5	2.1	[1.0]	[1.1]	1.2	[0.3]	[0.6]
民間需要	1.5	1.8	[0.8]	[0.9]	0.9	[0.2]	[0.5]
公的需要	▲ 0.0	0.3	[0.2]	[0.3]	0.3	[0.1]	[0.1]
海外需要	0.8	▲ 0.2	[▲ 0.2]	[0.0]	0.2	[0.1]	[0.2]
名目GDP	1.3	1.9	[0.8]	[1.6]	2.1	[0.8]	[1.0]
新設住宅着工戸数 (万戸)	86.5	85.5	85.3	85.6	86.2	85.9	86.4
(前期比、%)	6.6	▲ 1.2	▲ 1.2	0.4	0.8	0.4	0.6
鉱工業生産	5.8	0.5	[▲ 0.6]	[3.0]	3.8	[1.2]	[2.4]
国内企業物価	7.0	8.3	9.7	7.0	0.7	1.5	0.0
消費者物価	0.1	2.2	2.2	2.2	1.0	1.4	0.6
完全失業率 (%)	2.8	2.5	2.6	2.5	2.4	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。本レポートに記載した内容は、レポート執筆時の情報に基づくものであり、レポート発行後に予告なく変更されることがあります。また、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原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。