

2022年11月21日

2022年度・2023年度の景気予測(2022年11月改訂)

～海外経済の減速などで23年度前半には一段と成長率が低下～

【要約】

2022年7～9月期の実質GDP(国内総生産)は前期比-0.3%と4四半期ぶりのマイナス成長になった。コロナの感染第7波により個人消費が伸び悩んだほか、控除項目である輸入が大幅に増加した。

2022年度下期の日本経済は10～12月期にGDP成長率がいったん高まるだろう。「全国旅行支援」の効果などでサービス消費を中心に個人消費の増勢が拡大すると見込まれる。企業利益が高水準となる中で、設備投資も増加基調を維持するだろう。ただし、23年1～3月期には成長率が鈍化すると見込まれる。前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、利上げなど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迷で輸出が弱含む。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。個人消費はコロナ禍からの正常化に向けた動きが押し上げ要因になるものの、実質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、欧米経済の停滞感が強まる年度前半は弱含むだろう。ただし、年度後半には、各種対策の効果から中国経済の成長率が次第に高まってくることに加えて、米国のインフレ率が落ち着いて米景気が緩やかな持ち直しに転じると見込まれることなどから、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、入国制限の緩和を背景に、次第に増加することになる。他方、海外経済減速の影響で企業業績が弱含むことなどから、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、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+1.0%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9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	1.0	2.0	1.4
民間需要*	1.5	2.2	0.9	2.0	0.8
公的需要*	▲ 0.0	0.2	0.2	0.3	0.3
輸 出*	2.0	0.9	0.4	0.8	0.7
輸 入*	▲ 1.2	▲ 1.4	▲ 0.4	▲ 1.0	▲ 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

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7～9月期の実質GDPは前期比-0.3%と4四半期ぶりのマイナス成長

11月15日に内閣府が発表した2022年7～9月期の実質GDP（国内総生産、1次速報）は前期比-0.3%と、4四半期ぶりのマイナス成長になった（図表1）。実質成長率に対する国内需要の寄与が同+0.4%ポイントと4～6月期（同+1.0%）に比べて低下するとともに、海外需要の寄与が同-0.7%ポイントと4～6月期（同+0.2%ポイント）のプラス寄与から大幅なマイナス寄与に転じた。海外需要の寄与がマイナスに転じたのは、GDPの計算上の控除項目である輸入が一時的な要因により大幅に増加したためである。

需要項目別にみると、民間需要では、個人消費が前期比+0.3%と小幅な伸びとなった。衣料品などを含む半耐久財が増加したものの、新型コロナウイルス（以下、コロナ）の感染拡大（感染第7波）の影響でサービス消費の伸びが低下したほか、耐久財消費が減少した。住宅投資は同-0.4%と5四半期連続で減少した。建築コスト高などが影響した模様である。一方、設備投資は同+1.5%と2四半期連続で増加した。中国上海の都市封鎖（ロックダウン）が解除されたことで先行きの不透明感が和らいだことなどから、実施を見送っていた設備投資計画を実行に移した企業が増加したとみられる。

次に公的需要では、政府消費が前期比横ばいとなった。コロナ対策のための支出により高めの水準で推移している。公共投資は同+1.2%と2四半期連続で増加した。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、輸出が前期比+1.9%と4四半期連続で増加した。中国の都市封鎖解除により対中輸出などが増加した。一方、輸入は同+5.2%と大幅に増加した。新聞報道などによると、広告に関連する業務で海外への支払いが一時的に大きく増加したことが影響した模様である。

図表1 2022年7～9月期は4四半期ぶりのマイナス成長に

(季節調整済、前期比、%)								
	2020年	2021年				2022年		
	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
実質GDP	1.7	-0.3	0.5	-0.6	1.0	0.1	1.1	-0.3
個人消費	1.6	-0.6	0.5	-1.0	2.5	0.3	1.2	0.3
住宅投資	-0.4	0.7	1.6	-1.8	-1.4	-1.3	-1.9	-0.4
設備投資	1.3	0.9	1.1	-2.3	0.3	-0.1	2.4	1.5
政府消費	0.8	-0.8	0.9	1.2	-0.3	0.4	0.8	0.0
公共投資	1.3	-0.1	-2.4	-3.6	-3.7	-3.0	1.0	1.2
輸出	9.8	2.4	3.4	-0.6	0.6	1.1	1.8	1.9
輸入	6.2	1.9	4.2	-1.3	0.7	3.6	0.8	5.2
内需寄与度	1.1	-0.4	0.6	-0.7	1.0	0.5	1.0	0.4
民間需要	0.9	-0.3	0.6	-0.8	1.3	0.6	0.7	0.3
うち在庫	-0.1	-0.1	0.1	0.2	-0.0	0.5	-0.2	-0.1
公的需要	0.2	-0.2	0.0	0.0	-0.3	-0.1	0.2	0.1
外需寄与度	0.5	0.1	-0.1	0.1	-0.0	-0.5	0.2	-0.7
名目GDP	1.5	-0.6	-0.2	-0.7	0.6	0.4	0.8	-0.5

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)

足元の日本経済を取り巻く環境をみると、秋口以降にコロナの感染拡大（感染第7波）が落ち着く中で、コロナ禍が経済に与える影響が弱まりつつある。その一方で、資源価格高や円安の影響で輸入物価の大幅な上昇が続いており、仕入コスト上昇の転嫁などを通じて企業業績や個人消費に影響が及んでいる。こうしたなかで、政府は10月28日に物価高対策を中心とした経済対策（「物価高克服・経済再生実現のための総合経済対策」）を打ち出した。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。

まずコロナについては、コロナ禍による日本経済への悪影響は一段と弱まっていくと想定した。コロナの新規感染者数が急拡大した夏場の感染第7波期において、政府は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要請を見送った。その後、感染者数が減少傾向をたどると、10月には「全国旅行支援」をスタートし、また訪日外国人の入国制限緩和を実施するなど、経済正常化を図る動きを進めている。欧米などを中心に経済の正常化が進んでいることから、今後はわが国でも経済の正常化を重視する姿勢が強まっていくと考えられる。

次に、原油などの国際商品市況については、今後、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緩やかに低下すると見込んだ。原油価格（WTI）の動向をみると、足元で1バレル85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（図表2）。今後は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り、24年1～3月期には1バレル75ドル程度になると見込んだ。原油以外の国際商品市況についても、原油と概ね同様に緩やかに低下すると想定した。

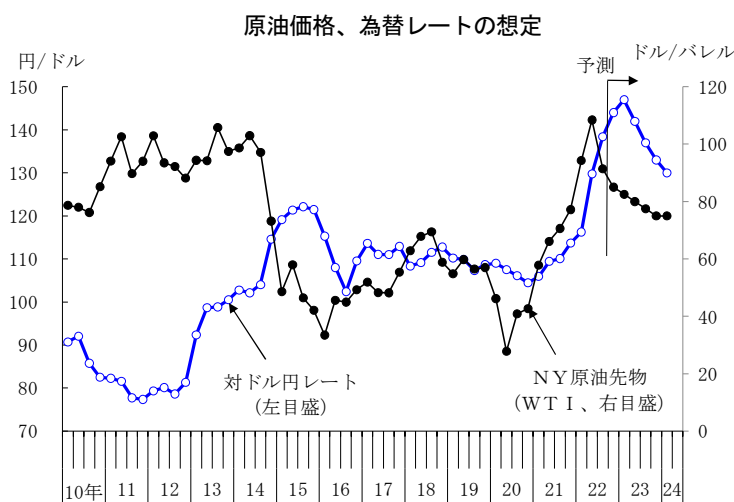
ドル・円レートについては、日米の金融政策の方向性の違いなどを背景に、2023年1～3月期まで緩やかな円安・ドル高が続くと想定し、23年1～3月期平均のドル・円レートを1ドル=145円程度と見込んだ。米国の金融政策をみると、後述するように、FRB（米連邦準備理事会）は23年1～3月期まで利上げを継続すると見込まれる。一方、日本では予測期間を通じて大幅な金融緩和が続くと見込まれる。こうした日米の金融政策に対する明確な方向性の違いを背景に23年1～3月期までは円安・ドル高基調で推移すると予想される。しかし、利上げの影響で米国景気が23年前半に後退局面入りすると見込まれることから、FRBは23年4～6月期以降、政策金利を据え置き、23年10～12月期には若干利下げすると想定した。23年4～6月期にはFRBの将来的な利下げを先取りする形で円高・ドル安傾向に転じると予測した。24年1～3月期平均のドル・円レートを1ドル=130円程度と見込んだ。

一方、わが国の政府が打ち出した経済対策については、物価高対策などが目先の景気を下支えすると見込んだ。今回の総合経済対策では、「物価高・円安への対応」、「構造的な賃上げ」、「成長のための投資と改革」を重点分野とした総合的な対策が策定された（図表3）。内訳をみると、「物価高・円安への対応」は即効性のある対策が多い一方で、「構造的な賃上げ」や「成長のための投資と改革」分野に関しては、効果の発現までに時間が掛かり、景気の押し上げ効果は今後の取り組み次第といった対策が多くなっている。そのため今回の予測では、物価高対策として盛り込まれた即効性のある対策を

中心に予測の前提に織り込んだ^(注)。

注：2023年1月から実施されることになった電気・ガス料金の価格抑制策により、23年1月～6月の消費者物価指数の上昇率が1%ポイント押し下げられることなどを想定した。

図表2 23年には為替レートが円高方向へ



図表3 政府の総合経済対策

物価高克服・経済再生実現のための総合経済対策

①物価高騰・賃上げへの取組	(財政支出)12.2兆円
燃料油価格の高騰対策、電気・ガス料金の上昇抑制、賃上げ支援拡充など	
②円安を活かした地域の「稼ぐ力」の回復・強化	(同)4.8兆円
インバウンド消費5兆円復活のための対策、国内生産拠点整備支援など	
③「新しい資本主義」の加速	(同)6.7兆円
リスクリング支援など人への投資を拡充、スタートアップ起業支援など	
④国民の安全・安心の確保	(同)10.6兆円
コロナの医療提供体制の強化や治療薬の開発、国土強靱化の推進など	
⑤今後への備え	(同)4.7兆円
コロナや物価高騰対策予備費の増額など	

出所：内閣府「物価高克服・経済再生実現のための総合経済対策(令和4年10月28日)」より浜銀総研作成

3. 海外経済の見通し

(米国経済：金融引き締めと高インフレの影響を受けて景気は23年前半に後退局面入り)

2022年7～9月期の米国の実質GDP(国内総生産)は前期比年率+2.6%(4～6月期は同-0.6%)と、3四半期ぶりのプラス成長となった(図表4)。7～9月期の実質GDPを需要項目別にみると、純輸出(輸出－輸入)の実質GDP成長率に対する寄与度が同+2.8%ポイントと前期(同+1.2%ポイント)から大幅に拡大し、成長率を大きく押し上げた点が目立つ。輸出が前期比年率+14.0%と大幅な増加が続くとともに、輸入が同-6.9%と9四半期ぶりの減少となった。一方、個人消費は同+1.4%と、前期(同+2.0%)に比べて伸びが鈍化した。サービス消費が同+2.8%と底堅く推移したものの、高インフレやローン金利上昇の影響から財消費が同-1.2%と3期連続の減少となった。住宅投資も金利上昇の影響から同-26.4%と大幅に減少した。他方、企業の設備投資は同+3.7%と、前期(同+0.1%)と比べて伸びが高まった。投資の内訳をみると、構築物が6期連続で減少する一方で、知的財産投資が堅調に推移し、また機械設備が増加に転じた。このように7～9月期の実質GDPはプラス成長に転じたものの、その主因は純輸出(輸出－輸入)の増加であり、個人消費などの国内需要は弱い動きとなっている。

こうした中、米国のインフレに関しては、10月の消費者物価指数(CPI)が前年比+7.7%と、前月(同+8.2%)から4か月連続で伸びが鈍化した。また、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)も前年比+6.3%と、前月(同+6.6%)から再び伸びが鈍化した。このように足元のインフレ率には鈍化の兆しが現れているものの、その水準は依然としてかなり高いといえよう。

このような高インフレを抑制するために、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%の利上げに踏み切り、その後、5月に0.5%、6月と7月、9月、11月にそれぞれ0.75%の利上げを実施した。この間の利上げ幅は合計で3.75%に達している。パウエルFRB議長は11月2日のFOMC後の記者会見で、次回以降の会合で利上げペースの減速について議論することを認めつつも、利上げ終了時に到達する金利水準（ターミナルレート）は9月会合での金利見通しよりも高くなるとの見解を示した。

FRBの急ピッチな利上げなどを受けて、企業マインドは悪化している。10月のISM（米供給管理協会）製造業景況指数は50.2と、20年5月以来の低水準となった（図表5）。また、同月のISM非製造業景況指数も54.4（前月は56.7）と、20年5月以来の低水準となった。一方、雇用情勢は概ね良好ながらも、一部に陰りが見え始めている。10月の非農業部門雇用者数は前月比26.1万人増と、前月（同31.5万人増）に続いて堅調に推移した。ただ、同月の失業率は3.7%と前月（3.5%）からやや上昇した。

こうした状況を踏まえた上で今後を展望すると、10～12月期以降、米国景気は大幅に減速すると見込まれる。すなわち、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が耐久財消費や住宅投資、企業の設備投資を抑制しよう。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、輸出の伸びも鈍化すると見込まれる。22年の実質GDP成長率は+1.9%と、21年の+5.9%から大幅に鈍化すると予測した。なお、本予測では、FRBが12月のFOMCで政策金利（FF金利の誘導レンジの上限：現行4.0%）を4.5%まで引き上げると想定した。

続く23年はFRBの金融引き締めの影響が広がり、設備投資の減少が鮮明になるほか、個人消費も一段と弱い動きとなるため、年前半には実質GDP成長率が前期比マイナスとなり、景気は後退局面入りすると予想される。ただ、23年終盤になるとインフレ率が落ち着いてくることから個人消費が持ち直しに向かい、米国景気はマイナス成長から脱する見通しである。23年の実質GDP成長率を

図表4 7～9月期は3期ぶりのプラス成長



図表5 米製造業のマインド悪化が顕著



+0.5%と見込んだ。なお、F R Bの金融政策については、23年1～3月期に計0.5%の追加利上げを行った後、政策金利をしばらく据え置き、10～12月期に若干利下げすると想定した。

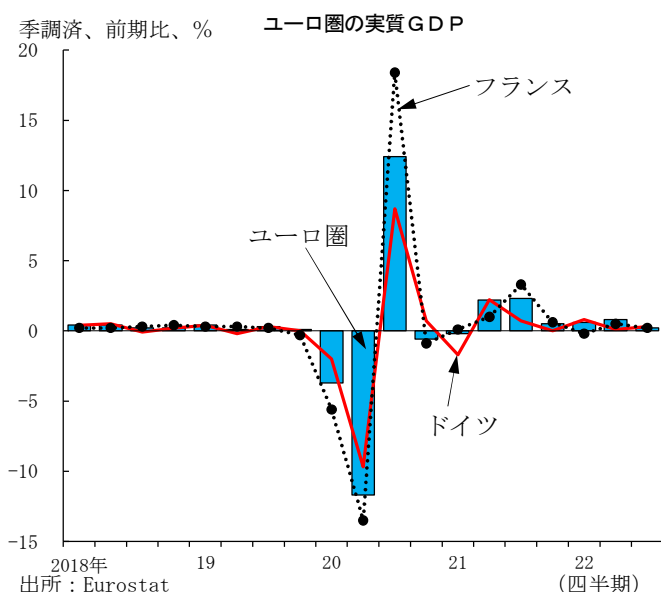
(ユーロ圏経済:ウクライナ危機などを受けて景気は低迷へ)

2022年7～9月期のユーロ圏の実質GDP(域内総生産)は前期比+0.2%と、4～6月期(同+0.8%)から大幅に減速した(図表6)。これを国別にみると、ドイツが前期比+0.3%と4～6月期(同+0.1%)に続いて低成長にとどまった。また、フランス(4～6月期:同+0.5%→7～9月期:同+0.2%)やイタリア(同+1.1%→同+0.5%)、スペイン(同+1.5%→同+0.2%)などは成長率が前期に比べて減速した。

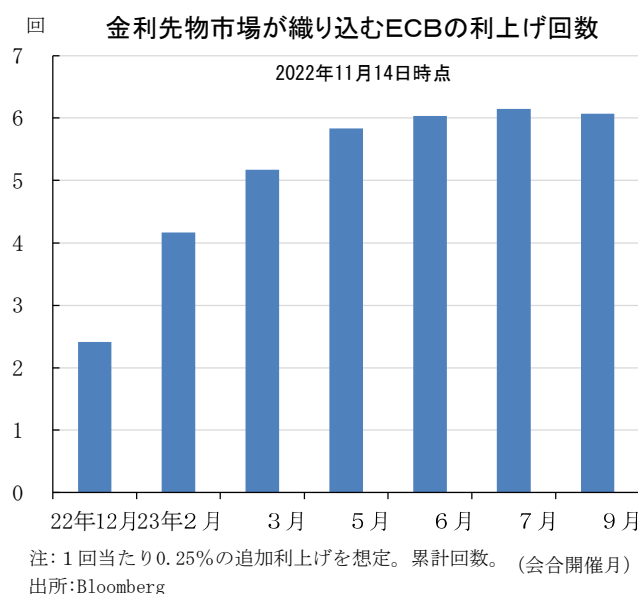
月次の経済指標をみると、10月以降、企業の景況感が一段と悪化している。すなわち、10月のユーロ圏総合PMI(購買担当者景気指数)は47.1(前月は48.1)に低下し、景況感の節目となる50を4か月連続で下回った。総合PMIを国別にみると、10月はドイツが44.1(前月は45.7)、イタリアが45.8(前月は47.6)と節目の50を大きく割り込んでいる。また、フランスも50.0と前月(51.2)より低下した。

このようにユーロ圏景気が悪化している背景には、ロシアによるウクライナ侵攻に伴ってエネルギー・食品価格が高止まりしていることに加えて、ECB(欧州中央銀行)による急ピッチな金融引き締めがある。10月のユーロ圏の消費者物価指数は前年比+10.6%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+41.5%)の上昇が顕著である。こうした高インフレを抑制するために、ECBは7月に0.5%の利上げに踏み切り、その後、9月と10月にそれぞれ0.75%の追加利上げを実施した。この間の利上げ幅は合計で2.0%に達している。金利の先物市場では、ECBが23年の半ばまでに、さらに合計1.5%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)。

図表6 ユーロ圏は足元で急減速



図表7 先行き1.5%程度の追加利上げへ



以上のような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、引き続きウクライナ危機に伴う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。特に暖房需要が増加する冬場にはエネルギーの供給不安が高まる恐れあり、10～12月期には個人消費の落ち込みなどを受けて実質 GDP 成長率が前期比マイナスに転じると見込まれる。22 年通年のユーロ圏の実質 GDP 成長率は+3.3%と、21 年の+5.3%から大幅に減速すると見込んだ。

続く 23 年には 22 年後半からの ECB の大幅利上げの効果が本格的に現れ、年前半を中心に景気の停滞感が強まろう。米国景気の悪化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+0.0%と一段と減速すると予測した。

（中国経済：ゼロコロナ政策の緩和や不動産支援の強化により、23年には景気が改善へ）

中国の 2022 年 7～9 月期の実質 GDP（国内総生産）は前年比+3.9%と、上海市の都市封鎖の影響から急減速した前期（同+0.4%）に比べて改善した。ただ、海外需要の減速や、コロナの感染拡大に伴う頻繁な移動制限の実施、住宅市場の低迷などを背景に、景気回復の動きは依然として鈍い。

また 10～12 月期に入って、景気回復の動きが一段と鈍くなっている。直近の月次指標をみると、欧米諸国の景気鈍化などを背景に 10 月の輸出が前年比-0.3%と小幅ながら約 2 年半ぶりに減少した。個人消費に関しても、外食などのサービス消費が低迷したことなどから、同月の小売売上高が同-0.5%と落ち込んだ。さらに、10 月の固定資産投資は前年比+5.0%と 7～9 月期に比べて増勢が若干弱まった。財政出動の強化などを受けてインフラ投資が底堅く推移したものの、住宅販売の低迷などを背景に不動産業の投資などが一段と落ち込んだとみられる。景気の鈍化やコロナの感染拡大に伴う経済活動の混乱を受けて、10 月の鉱工業生産は前年比+5.0%と 3 か月ぶりに減速した。また同月の製造業 PMI（購買担当者景気指数）は 49.2 と中立水準（50）を下回った（図表 8）。足元では製造業の景況感も弱含んでいる。

景気回復が鈍い中で、中国政府は断続的に景気対策を打ち出している。8 月から 10 月にかけて中国国務院は、公共インフラ投資や住宅投資向けの資金支援強化に加えて、自動車購入補助等の個人消費支援などの経済対策を決定した。また、10 月開催の中国共産党大会においては、3 期目の続投が決まった習近平国家主席が、今後も経済発展を最重要課題に位置付け、消費や投資といった国内需要の拡大に力点を置きながら、財政出動と金融緩和を強化していくことを表明した。

一方、ゼロコロナ政策に関しては、中国国家衛生健康委員会が 11 月 11 日にゼロコロナ政策の緩和措置を発表した。それによると、濃厚接触者の隔離期間を短縮し（現行 10 日→8 日）、感染者の発生時における封鎖エリアを縮小するという。また、コロナワクチンの接種やコロナ治療薬の備蓄を加速する方針も明らかになった。

他方、購入物件の工事停止などで住宅購入に対する不安が広がっている住宅市場についても、追加の対策が打ち出された。中国人民銀行（中央銀行）は 11 月 11 日に中国国内の金融機関を対象に「金融による不動産市場の安定発展への支援」という通知を公表し、今後は工事停止・延期中の物件に加えて、不動産会社に対しても借入金の返済猶予などの資金支援を行う方針が示された。

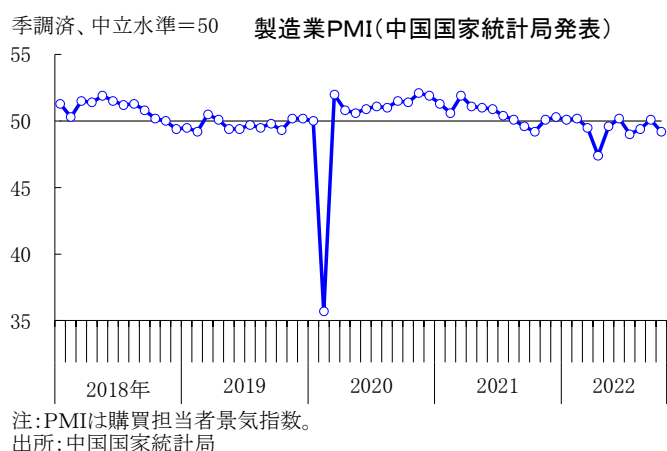
こうした状況下、先行きの中国経済を展望すると、2022 年 10～12 月期には、実質 GDP 成長率の

プラス幅が再び縮小すると見込まれる（図表9）。中国国内では、足元でコロナの感染者数が増加しており、この結果、感染防止のための都市封鎖地区の増加が見込まれるほか、その他の地域でも感染リスクを回避する目的で外出や移動を控える動きが強まると予想される。このため個人消費は対面消費を中心に低調な動きを続ける見込みである。また輸出に関しても、一段と弱含むと見込まれる。欧米諸国の景気が一段と鈍化することに加えて、中国国内におけるコロナの感染拡大を背景に生産や物流に支障が生じることも輸出を押し下げると予想される。固定資産投資についても、やや減速しよう。不動産の投資は金融当局による不動産会社への資金支援強化などから一段の落ち込みが避けられる一方で、企業の設備投資は景気の減速を背景に弱含むと考えられる。

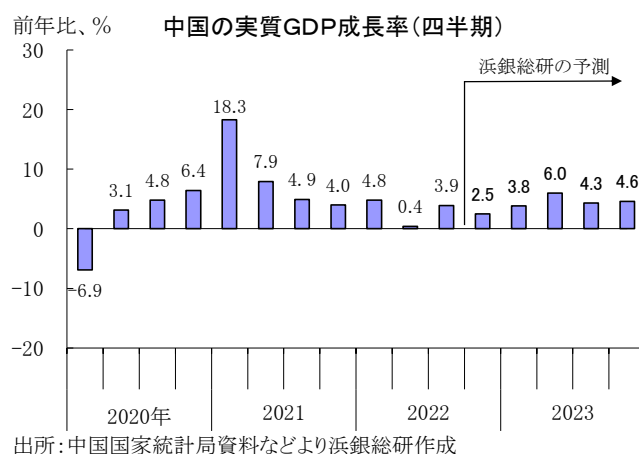
続く2023年については、実質GDP成長率が緩やかに改善しよう。1～3月期には、コロナの感染が徐々に落ち着き、経済の混乱が次第に収まると見込まれる。また、22年11月に発表されたゼロコロナ政策の緩和措置が中国全土に浸透することによって、コロナ感染拡大時の行動制限などによる景気への悪影響が従来に比べて軽減されることが期待される。こうした中で、個人消費については、1～3月期に外食関連などの対面型消費などが徐々に回復し、その後も新エネルギー車の購入支援策の継続実施や、住宅販売の持ち直し（詳細は後述）による家具や家電などの購入増加を背景に耐久財などの消費が次第に改善することになる。また、固定資産投資も改善しよう。インフラ投資は財政出動の強化などから堅調に増加する見込みである。企業の設備投資も国内需要の増加を背景に4～6月期から持ち直しの動きが現れてこよう。さらに、住宅購入支援や不動産会社への資金供給の強化などを背景に、住宅購入に対する不安は次第に後退するとみられ、4～6月に住宅販売は緩やかに持ち直す見込みである。このため、住宅を中心とする不動産の投資も年半ばから徐々に改善しよう。もっとも、輸出は年明けから一段と弱含む公算大である。欧米諸国の景気が一段と減速し、それにつれてASEANなど新興国・地域の景気も次第に減速することも中国の輸出を押し下げると考えられる。

以上より、2022年の中国の実質GDP成長率を+2.8%、2023年を+4.7%と予測した。

図表8 中国の製造業景況感は悪化



図表9 成長率は23年には高まる見込み



4. 日本経済(主要需要項目)の見通し

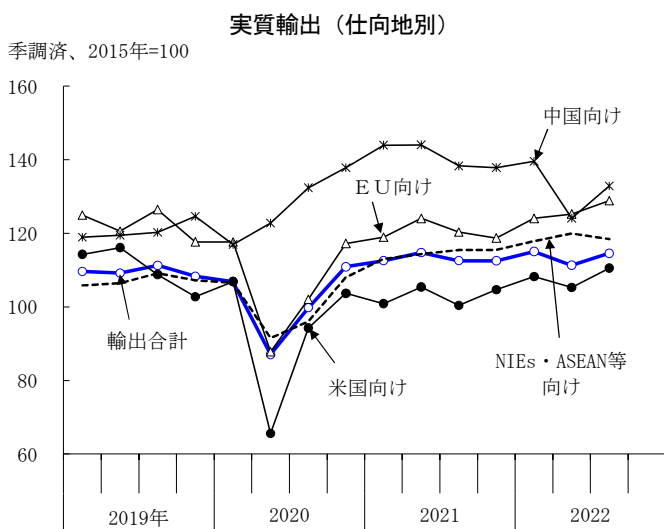
(輸出: 欧米など海外経済の減速で鈍い動きに)

2022 年 7～9 月期の実質 GDP ベースの輸出は前期比+1.9%となった。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、NIEs・ASEAN 等向けが同-1.2%と減少したものの、中国向けが上海の都市封鎖解除により同+7.1%と高めの伸びとなった(図表 10)。また米国向けも、日本国内の自動車生産の回復によって輸出品の供給制約が和らぎ、同+5.0%と増加した。

今後の輸出については、欧米などの世界経済の減速の影響を受けて、23 年前半には弱含むと見込んだ。仕向地別にみると、米国向け輸出は、米景気後退の影響により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からの輸出が弱含むことになろう。ただし、23 年終盤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。また、EU(欧州連合)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。他方、中国向け輸出はしばらくの間鈍い動きになるものの、23 年度には少しずつ回復に向かうと見込んだ。今回の予測では、中国はゼロコロナ政策の緩和や不動産支援の強化などにより、23 年は成長率が緩やかに改善すると想定した。23 年には中国の個人消費や固定資産投資の増勢が少しずつ強まり、経済活動の正常化の動きが広がってくることになろう。こうした中国経済の回復を受けて、対中輸出は次第に伸びが高まってくると見込んだ。

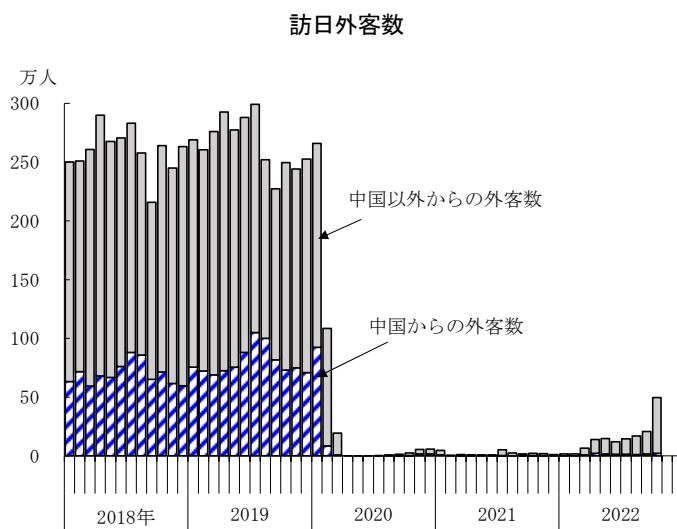
なお、サービスの輸出については、コロナ禍で大きく減少していたインバウンド需要の回復により上向いていくと見込んだ。今年 10 月には外国人の入国制限が大幅に緩和されている(図表 11 参照)。為替レートの円安も追い風となり、予測期間を通じて訪日観光客の回復の動きが続くと見込んだ。ただ

図表 10 7～9月期は対中輸出が持ち直す



出所：日本銀行「実質輸出入」

図表 11 インバウンド需要に回復の動き



出所：日本政府観光局(JNTO)「訪日外客数」より浜銀総研作成

し、コロナ禍前において訪日観光客に占める割合が約3割と高かった中国人観光客については低水準のまま推移すると見込んだ。中国からの出国については、引き続きコロナの感染拡大防止のため規制が続くと想定したためである。こうした点を踏まえ、2023年度のインバウンド需要はコロナ禍前の水準の半分程度に回復すると見込んだ。

以上をまとめると、今後の輸出は米国や欧州などの景気低迷を受けて、23年前半にはやや弱含むと予想される。ただし、インバウンド需要の回復や、既往の円安効果による輸出の下支えにより、腰折れは避けられると見込んだ。23年度後半になると、中国経済の成長率が次第に高まることに加え、米国景気が緩やかな持ち直しに転じることなどから、輸出の増勢が上向いてくることになろう。

（設備投資：海外経済減速で23年度は伸びが高まりにくい）

2022年7～9月期の設備投資は前期比+1.5%と2四半期連続で増加した。円安効果などで大企業中心に企業業績が改善する中で、コロナの感染縮小により中国上海の都市封鎖が解除されたことなどで、設備投資を実施する企業が増加したものとみられる。

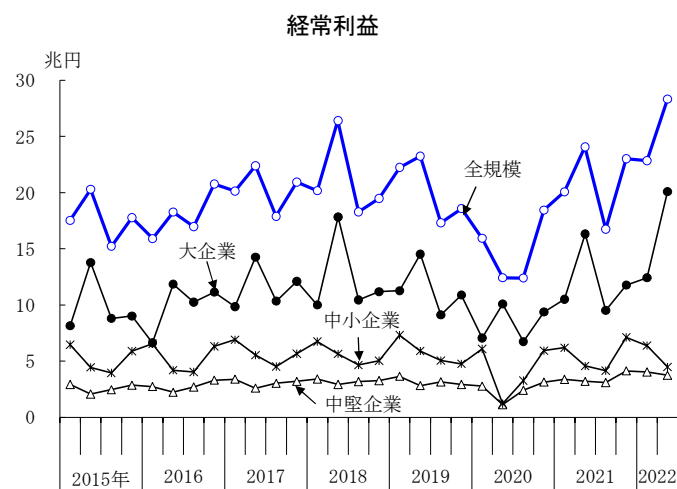
財務省「法人企業統計」によれば、最新データである4～6月期の経常利益（全規模・全産業、金融保険業を除く）は28.3兆円となり、2018年4～6月期（26.4兆円）を上回り過去最高水準となった。企業規模別にみると、大企業の利益額が円安の効果もあり高水準である（図表12）。円安による輸出企業や海外投資企業の利益押し上げに加えて、コロナの感染縮小に伴う経済の正常化による業績押し上げ効果が、資源高や円安による仕入コスト上昇を通じた利益の圧迫を、企業部門全体としてみれば、上回る結果になったと考えられる。この先の22年度下期の企業業績についても、円安による大企業を中心とした利益の押し上げ効果や、経済活動の正常化に伴う国内企業の業績改善により経常利益は高めの水準を維持すると予想される。しかし、続く23年度の企業業績はやや悪化すると見込んだ。海外経済の減速による需要の鈍化で企業の売上高が伸び悩むことに加えて、円安による利益押し上げ効果も剥落することから、企業収益はやや弱含むと予想される。

他方、企業の設備投資ニーズをみると、デジタル関連や省力化に対する投資ニーズが引き続き強いと見込まれるほか、コロナ禍からの経済正常化を見込み、飲食店や小売店などサービス消費関連業種でも投資の必要性が高まると予想される。加えて、大企業中心に、戦略在庫の確保など経済安全保障に対応するための投資や脱炭素関連投資など、中長期的な視点での投資ニーズも高まっている。大企業の利益水準が高まっていることなどを踏まえると、こうした設備投資ニーズが継続的に顕在化することで、今後の設備投資を底上げしていくと考えられる。

日本銀行「短観（2022年9月調査）」で2022年度の設備投資計画（全規模・全産業）をみると、上述のとおり企業の設備投資ニーズが高いことなどを反映して、前年比+14.9%と大幅な増加が計画されている（図表13）。コロナ禍における企業の設備投資計画は、年度末が近づくにつれて下方修正される傾向がみられていた。しかし、大企業中心に経常利益が高水準で推移していることや、コロナ禍の影響が弱まり経済活動が正常化に向かっていることなどを踏まえると、今年度の設備投資計画の下方修正は昨年までに比べて小幅にとどまると期待される。設備投資に占める割合が大きい大企業がけん引する形で、22年度の設備投資は増加幅が拡大すると見込んだ。

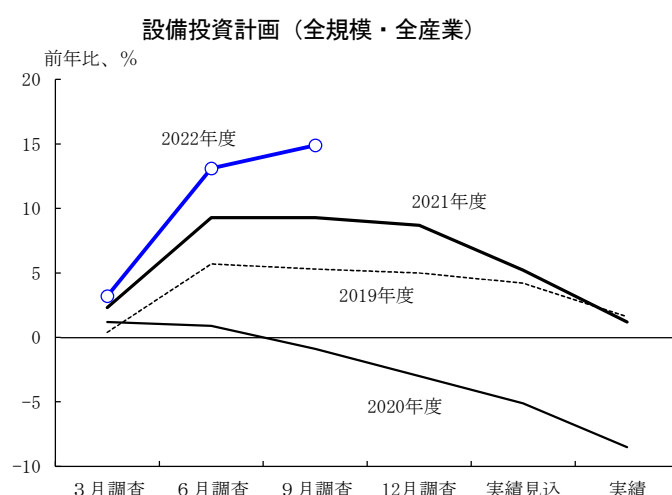
続く 2023 年度の設備投資は伸びがやや鈍化することになるだろう。この先、欧米経済は利上げの影響などで停滞感が強まり、世界経済の先行き不透明感も強まってくる公算が大きい。景気の先行き不透明感が強まることで、設備投資の実施を見送る動きが広がると予想される。このため年度前半には設備投資の伸びも低下すると考えられる。ただし、23 年度後半になると、利下げにより米国景気の回復期待が高まり、世界経済の先行き不透明感が次第に弱まってくると見込まれる。こうした中で、デジタル関連や省力化など投資ニーズの高まっている設備投資計画が実施されることで、設備投資が次第に上向いてくると見込んだ。

図表 12 大企業の利益は高水準



注：大企業は資本金10億円以上、中堅企業は同1億円以上10億円未満、中小企業は同1千万円以上1億円未満。金融業、保険業を除く。
出所：財務省「法人企業統計季報」

図表 13 設備投資計画の実施が期待される



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：実質所得の低迷で伸び悩む）

2022 年 7～9 月期の個人消費は前期比+0.3%と伸びが鈍化した。形態別にみると、衣料品などを含む半耐久財が同+4.7%と高めの伸びとなったものの、コロナの感染第 7 波の影響で外出を控える動きが広がり、サービス消費が同+0.3%と伸びが鈍化し、非耐久財も同+0.1%と微増が続いた（図表 14）。また、耐久財が同-3.5%と減少した。コロナ禍で購入が増えていた PC や、スマートフォンなどの購入が減少した模様である。

10～12 月期の個人消費は増勢が拡大すると予想される。秋口以降、コロナの感染第 7 波が落ち着いたことで、外出を控える動きが和らぎ、商業施設などでの買い物が増えている模様である。また、飲食関連などのサービス関連消費にも回復の動きが現れている。10 月にスタートした「全国旅行支援」の効果などで、年末にかけての個人消費はサービス消費を中心に堅調に推移するだろう。

もっとも、その後の個人消費は伸び悩むと予想される。家計の実質的な購買力を表す実質所得が弱い動きになるためである。まず、足元の実質所得を確認すると、企業業績の改善を受けて名目ベースの賃金が上昇しているものの、消費者物価指数については輸入物価上昇の影響などで賃金の伸びを上回る上昇となっている。このため実質ベースの賃金（実質所得）は前年を下回る水準で推移してい

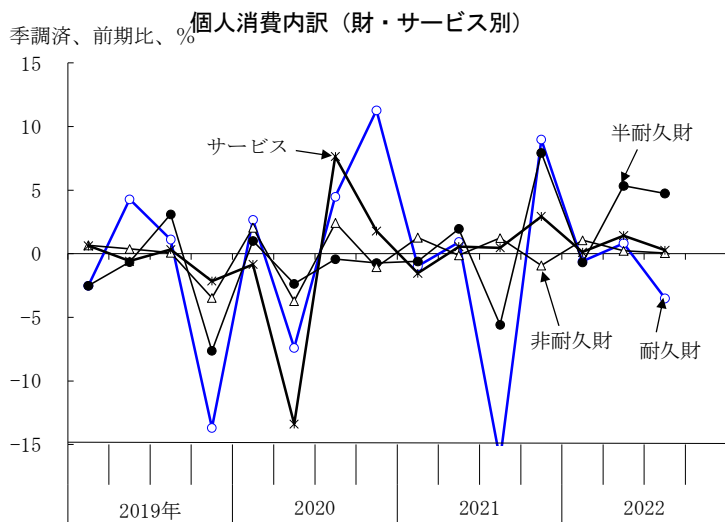
る（図表 15）。

今後の家計所得を取り巻く環境をみると、まず雇用情勢については、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、賃金については、2022 年度は企業業績の改善を受けて前年を上回る水準で推移すると見込まれるものの、2023 年度には海外経済減速の影響などで企業収益が弱含むため、回復の動きが鈍くなると予想される。

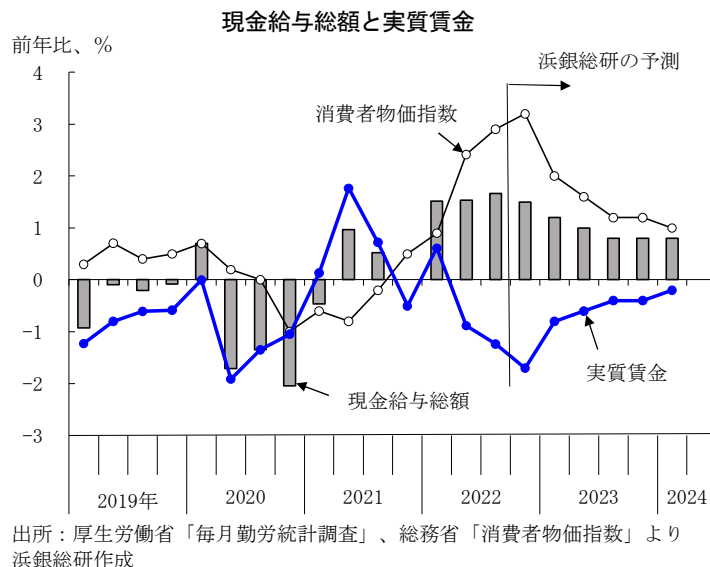
一方、消費者物価については、2022 年度下期は輸入物価の高止まりが続く中で、企業による輸入物価上昇のコスト転嫁が進むことから、上昇しやすい状況が続くと考えられる。ただし、前述した政府の物価高対策が消費者物価の伸びを抑制するほか、23 年度に入ると、世界経済減速による資源価格の低下や、為替レートの高・ドル安が見込まれることなどから、消費者物価の伸びは低下傾向で推移することになる。もっとも、23 年度には消費者物価の伸びが次第に鈍化すると見込まれるものの、上述のとおり賃金の増勢も次第に弱まると予想される。このため、実質所得は弱含み、家計の実質的な購買力は予測期間を通じて、高まりにくいと考えられる。

以上から、2022 年度下期は、10～12 月期には「全国旅行支援」の効果などで、コロナ禍により抑制されていたサービス消費が回復するため、個人消費の増勢が強まると見込んだ。ただし、23 年 1～3 月期は実質所得の弱い動きが続くことに加えて、22 年 10～12 月期に拡大したサービス消費などのペントアップ（繰越）需要が縮小することで個人消費の伸びは鈍化すると予測した。23 年度はコロナ禍からの経済正常化が消費活動の押し上げ要因になるものの、実質所得が伸び悩むことから、個人消費は年度を通じて小幅な増加にとどまると予測した。

図表 14 耐久財消費が落ち込む



図表 15 実質所得は弱含む見通し



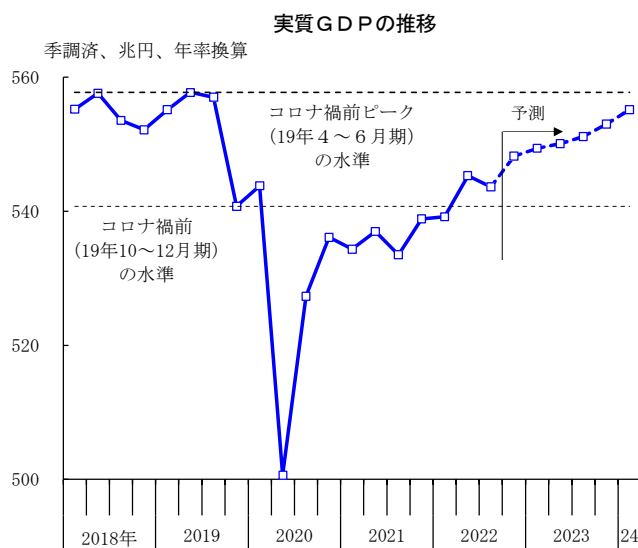
5. 経済成長率の見通し

(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10～12月期には実質GDP成長率がいったん高まると予想される。10月にスタートした「全国旅行支援」の効果などでサービス消費を中心に個人消費の増勢が拡大すると見込まれる。企業利益が高水準となる中で、設備投資も増加基調を維持するだろう。ただし、23年1～3月期には成長率が鈍化すると見込まれる。前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、利上げなど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迷により輸出が弱含むためである。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)。なお、22年9月に当社が公表した前回予測と比べると、7～9月期の成長率がマイナス成長に転じたことなどを反映して、成長率を0.2%ポイント下方修正する結果となった。

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。個人消費はコロナ禍からの正常化に向けた動きが押し上げ要因になるものの、実質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、欧米経済の停滞感が強まる年度前半には弱含む見込みである。ただし、年度後半には、各種対策の効果から中国経済の成長率が次第に高まってくることに加えて、米国のインフレ率が落ち着いて米景気が緩やかな持ち直しに転じると見込まれることなどから、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、入国制限の緩和を背景に、次第に増加することになるだろう。他方、設備投資については、海外経済減速の影響で企業業績が弱含み、また世界経済の先行き不透明感が強まることから、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、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+1.0%と、一段と減速すると予測した。なお、当社の前回予測と比べると、欧米など海外経済の成長率を下方修正した結果、外需の寄与が低下することなどを見込み、成長率を0.4%ポイント下方修正した。

図表 16 予測期間中(24年1～3月期まで)、実質GDPはコロナ禍前ピーク(19年4～6月期)の水準を回復しない見込み



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 11 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	上期	下期	2023年度 見通し	上期	下期
対ドル円レート (円/ドル)	112.4	139.0	134.1	144.0	135.5	139.5	131.5
対ユーロ円レート (円/ユーロ)	130.6	142.8	137.6	148.0	138.5	142.5	134.5
米国実質 GDP (暦年)	5.9	1.9	[0.7]	[1.5]	0.5	[0.1]	[0.2]
ユーロ圏実質 GDP (暦年)	5.3	3.3	[2.6]	[0.9]	0.0	[▲ 0.6]	[0.2]
中国実質 GDP (暦年)	8.1	2.8	2.5	3.2	4.7	4.9	4.5

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	上期	下期	2023年度 見通し	上期	下期
実質 GDP	2.3	1.8	[1.0]	[0.8]	1.0	[0.3]	[0.6]
個人消費	2.6	3.0	[1.5]	[0.8]	0.8	[0.3]	[0.4]
住宅投資	▲ 1.7	▲ 4.4	[▲ 2.8]	[▲ 0.4]	0.2	[0.2]	[0.5]
設備投資	0.6	3.8	[3.1]	[2.1]	2.7	[0.9]	[1.5]
政府消費	2.0	1.3	[1.0]	[0.2]	0.6	[0.4]	[0.3]
公共投資	▲ 7.5	▲ 2.4	[0.1]	[1.2]	1.8	[0.9]	[0.7]
輸出	12.4	4.7	[3.3]	[1.8]	1.8	[0.1]	[1.6]
輸入	7.1	7.1	[5.3]	[1.6]	1.8	[0.5]	[1.1]
国内需要	1.5	2.4	[1.4]	[0.8]	1.1	[0.4]	[0.5]
民間需要	1.5	2.2	[1.2]	[0.7]	0.9	[0.3]	[0.4]
公的需要	▲ 0.0	0.2	[0.2]	[0.1]	0.2	[0.1]	[0.1]
海外需要	0.8	▲ 0.4	[▲ 0.4]	[0.0]	▲ 0.0	[▲ 0.1]	[0.1]
名目 GDP	1.3	1.6	[0.7]	[0.9]	2.0	[0.9]	[1.4]
新設住宅着工戸数 (万戸)	86.6	85.9	85.7	86.1	86.4	86.3	86.6
(前期比、%)	6.6	▲ 0.7	▲ 0.8	0.5	0.6	0.2	0.4
鉱工業生産	5.8	2.5	[0.5]	[4.2]	3.2	[0.2]	[2.0]
国内企業物価	7.1	8.5	9.7	7.5	2.7	3.5	2.0
消費者物価	0.1	2.5	2.4	2.6	1.2	1.4	1.1
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。