

2022年11月18日

2022・2023・2024年度 日本経済の見通し（改訂）

～ 振れをともしつつも、景気の回復基調は維持 ～

富国生命保険相互会社（社長 米山 好映）は、2022・2023・2024年度の経済見通しを改訂しました。

【実質GDP成長率予測】

2022年度 +1.9%（前回+1.7%）、2023年度 +0.6%（前回+0.4%）、2024年度 +0.8%

○ 7～9月期は4四半期ぶりのマイナス成長となり、前回の当社予測を下回る

2022年7～9月期の実質GDP成長率は、前期比▲0.3%（年率▲1.2%）と4四半期ぶりのマイナス成長となった。内需はプラスを維持したものの、輸出が中国経済などの減速を背景に伸び悩んだことで、外需が▲0.7ポイントのマイナス寄与となった。また、7～9月期の成長率は輸出の伸びの低さから前回の当社予測を下回った。ただし、2022・2023年度の見通しは、政府の総合経済対策を踏まえてそれぞれ上方修正した。

○ 2023年度はペントアップ需要の一服で成長率鈍化も、景気の回復基調は維持と予測

世界経済は、高インフレを抑制すべく主要中銀が利上げを継続するなか、住宅投資など金利に敏感な部門の弱さに加えて、企業の景況感悪化により雇用調整の動きも顕在化していくことで個人消費が抑制され、総じて成長ペースの減速が続くだろう。

日本では、海外経済の減速による輸出の伸び悩みに加えて、生活必需品の値上がりによる消費者の購買力低下も重石となっているものの、新型コロナウイルス感染者数抑制のための制限措置の撤廃により、当面はサービス消費を中心にコロナ禍でのペントアップ需要が海外に遅れて発現して、緩やかな成長となるだろう。2023年度にはペントアップ需要の効果が一服することで成長率が鈍化するものの、円安効果により企業収益が下支えされて設備投資が底堅く推移し、人手不足と物価上昇への対応から企業が緩やかながらも賃上げを継続して消費が一定程度支えられるため、景気の回復基調は維持されるだろう。

○ 中国の不動産バブル崩壊のリスクがある一方、グローバルなインフレ圧力低下の可能性も

中国経済の一段の成長ペース鈍化が不動産需要のさらなる低迷を招き、中国政府による銀行支援などによっても下支えすることが出来ず、最終的に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。一方で、産油国の減産への足並みの乱れなどによるエネルギー価格の低下、過度な低成長を懸念した中国政府のゼロコロナ政策の大幅な緩和による半導体不足の解消や物流の改善などを通じて、グローバルなインフレ圧力が低下する可能性も考えられる。

○お問い合わせ

富国生命保険相互会社

〒100-0011東京都千代田区内幸町2-2-2

<http://www.fukoku-life.co.jp>

担当：財務企画部 高松 千之

TEL (03) 3593-7576

chiyuki.takamatsu.kh@fm.fukoku-life.co.jp

図表1. 2022・2023・2024年度 経済見通し

	2021 年度 実績	2022年度予測				2023年度予測				2024年度 予測
		上期	下期	前回 2022年8月 時点	上期	下期	前回 2022年8月 時点	上期	下期	
名目国内総生産（兆円）	541.5	553.9	547.3	557.8	554.5	570.5	566.7	574.0	566.5	583.0
	1.3	2.3	0.8	1.9	2.4	3.0	1.6	1.3	2.2	2.2
実質国内総生産（兆円）	536.8	547.2	544.5	547.3	545.9	550.4	549.2	551.1	548.2	554.7
	2.3	1.9	1.0	0.5	1.7	0.6	0.3	0.3	0.4	0.8
内	1.5	2.4	1.3	0.5	2.0	0.5	0.3	0.3	0.3	0.6
民間需要	1.5	2.3	1.1	0.4	1.9	0.5	0.3	0.4	0.2	0.6
民間最終消費	2.6	3.1	1.5	1.0	2.9	0.9	0.2	0.5	0.2	0.7
民間住宅投資	▲1.7	▲4.1	▲2.8	0.2	▲4.4	▲1.7	▲1.2	▲1.2	▲2.3	▲1.1
民間設備投資	0.6	3.4	3.1	1.1	2.6	1.9	0.9	0.9	1.9	1.7
公的需要	▲0.0	0.2	0.2	0.1	0.1	0.0	0.0	▲0.0	0.1	▲0.0
政府最終消費	2.0	1.3	1.0	0.1	1.2	▲0.2	▲0.2	▲0.1	0.2	▲0.2
公的固定資本形成	▲7.5	▲2.3	0.1	1.1	▲2.7	1.5	1.0	0.2	1.6	0.5
財貨・サービスの純輸出	0.8	▲0.4	▲0.4	0.0	▲0.3	0.1	0.1	0.0	0.1	0.2
財貨・サービスの輸出	12.4	6.0	3.3	4.2	6.1	3.6	1.1	0.9	3.0	1.7
財貨・サービスの輸入	7.1	8.3	5.3	4.0	7.5	3.2	0.8	0.8	2.3	0.8

注1. 実質値は2015暦年連鎖価格

注2. 内需、民間需要、公的需要、財貨・サービスの純輸出はGDPに対する寄与度

(主な経済指標と前提条件)

鉱工業生産指数	5.8	2.0	0.6	3.1	0.8	2.7	0.8	0.8	3.2	1.6
国内企業物価指数※	7.1	7.2	9.5	5.1	5.7	0.9	1.4	0.3	0.4	0.5
消費者物価指数※	0.1	3.2	2.7	3.7	2.7	2.2	2.3	2.0	1.6	1.7
消費者物価(除く生鮮)※	0.1	2.7	2.5	2.8	2.2	2.1	2.2	2.1	1.7	1.7
貿易収支(兆円)	▲5.4	▲17.3	▲9.2	▲8.0	▲13.2	▲15.3	▲8.0	▲7.3	▲11.7	▲14.4
経常収支(兆円)	12.6	11.3	4.8	6.5	5.2	15.7	7.9	7.8	8.3	17.3
名目賃金指数※	0.7	1.6	1.6	1.6	1.5	1.6	1.5	1.6	1.6	1.8
完全失業率(%)	2.8	2.6	2.6	2.6	2.6	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
住宅着工戸数(万戸)	86.6	85.9	85.7	86.2	86.1	85.3	85.4	85.2	85.3	84.8
為替レート(¥/\$)	112.4	139.5	134.0	145.0	132.4	140.0	140.0	140.0	130.0	140.0
原油価格(\$/b)	76.4	103.6	110.7	96.4	102.8	98.1	98.3	97.8	98.5	97.8
米国実質成長率(年率)	5.9	1.9	0.7	1.6	1.6	0.4	▲0.0	▲0.0	1.0	1.2
中国実質成長率※	8.1	3.3	2.5	4.0	3.4	5.0	5.8	4.3	5.0	5.0

注1. 原油価格は円ベースの入着価格を為替レート(月中平均、インターバンク中心相場)でドル換算

注2. 米国・中国GDPは暦年ベースの成長率

注3. ※印がついた指標の半年は原系列(前年比伸び率)、それ以外は季節調整値(前期比伸び率)

◇日本経済の現状と見通し

○7～9月期の実質GDP

11月15日に発表された2022年7～9月期の一次速報値によると、実質GDP成長率は前期比▲0.3%、年率換算▲1.2%と4四半期ぶりのマイナス成長となった(図表2)。需要項目別にみると、民間最終消費は前期比0.3%増と4四半期連続の増加となった。住宅投資は同0.4%減と5四半期連続の減少となった。設備投資は同1.5%増と2四半期連続の増加となった。在庫投資の寄与度については、▲0.1ポイントとなった。公的需要は、公的固定資本形成が同1.2%増と2四半期連続の増加となり、政府消費は同0.0%増となった。内需全体では同0.4%増とプラスを保っている。輸出は自動車、半導体製造装置、貨物輸送等の増加から同1.9%増と4四半期連続の増加となる一方、輸入は広告サービス、石油・石炭製品、貨物輸送等の増加から同5.2%増と4四半期連続の増加となった。輸入の伸びが輸出の伸びを大きく上回り、外需寄与度は同▲0.7ポイントとなった。

なお、2022年7～9月期の実質GDP水準は、感染拡大前の2019年10～12月期を上回る水準を維持したものの、それ以前のピークである2019年4～6月期を2.5%下回る水準にとどまっている。また、物価の動きを総合的に示すGDPデフレーターは前期比▲0.2%となり、名目GDP成長率は同▲0.5%(年率換算▲2.0%)となった。

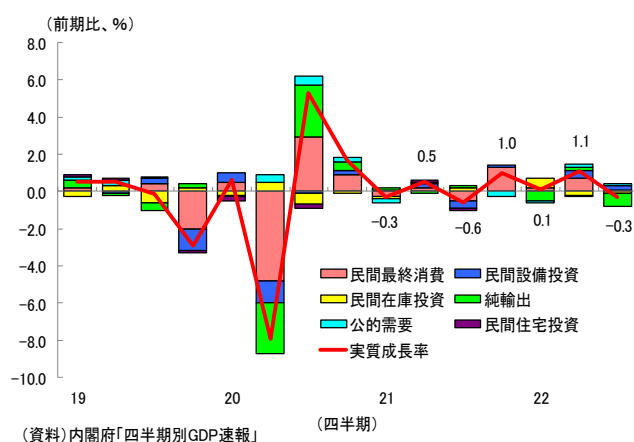
○2023年度はペントアップ需要の一服で成長率鈍化も、景気の回復基調は維持と予測

世界経済は、高インフレを抑制すべく主要中銀が利上げを継続するなか、住宅投資など金利に敏感な部門の弱さに加えて、企業の景況感悪化により雇用調整の動きも顕在化していくことで個人消費が抑制され、総じて成長ペースの減速が続くだろう。

日本では、海外経済の減速による輸出の伸び悩みに加えて、生活必需品の値上がりによる消費者の購買力低下も重石となっているものの、新型コロナ感染者数抑制のための制限措置の撤廃により、当面はサービス消費を中心にコロナ禍でのペントアップ需要が海外に遅れて発現して、緩やかな成長となるだろう。2023年度にはペントアップ需要の効果が一服することで成長率が鈍化するものの、円安効果により企業収益が下支えされて設備投資が底堅く推移し、人手不足と物価上昇への対応から企業が緩やかながらも賃上げを継続して消費が一定程度支えられるため、景気の回復基調は維持されるだろう。

2022年7～9月期の実質GDP成長率の実績値は、輸出が中国経済などの減速を背景に伸び悩んだことから前回の当社予測を下回った。ただし、4～6月期の実質GDP成長率が前回予測時から上方修正されており、均してみればそれほど弱い動きではない。また、11月に閣議決定された政府の「物価高克服・経済再生実現のための総合経済対策」に盛り込まれた家計の電気代・都市ガス代の負担軽減策などによるGDPへのプラス寄与を踏まえ、2022・2023年度の見通しをそれぞれ上方修正した。

図表2. 実質GDP成長率の寄与度分解



2022年度の実質 GDP 成長率予測は前年比+1.9%と前回 8 月予測（同+1.7%）から 0.2 ポイント上方修正した。 四半期ごとの成長率は、2022 年 10~12 月期：前期比年率+2.0%、2023 年 1~3 月期：同+1.6%と予想する。2023 年度の実質 GDP 成長率は、前年比+0.6%と前回（同+0.4%）から 0.2 ポイント上方修正した。 また新たに 2024 年度の実質 GDP 成長率を+0.8%と見込んでいる。なお、実質 GDP がコロナ前のピークである 2019 年 4~6 月期の水準に到達する時期は 2025 年度と予想する。

○中国の不動産バブル崩壊のリスクがある一方、グローバルなインフレ圧力低下の可能性も

中国経済の一段の成長ペース鈍化が不動産需要のさらなる低迷を招き、中国政府による銀行支援などによっても下支えすることが出来ず、最終的に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。一方で、産油国の減産への足並みの乱れなどによるエネルギー価格の低下、過度な低成長を懸念した中国政府のゼロコロナ政策の大幅な緩和による半導体不足の解消や物流の改善などを通じて、グローバルなインフレ圧力が低下する可能性も考えられる。

◇主要な需要項目の動向

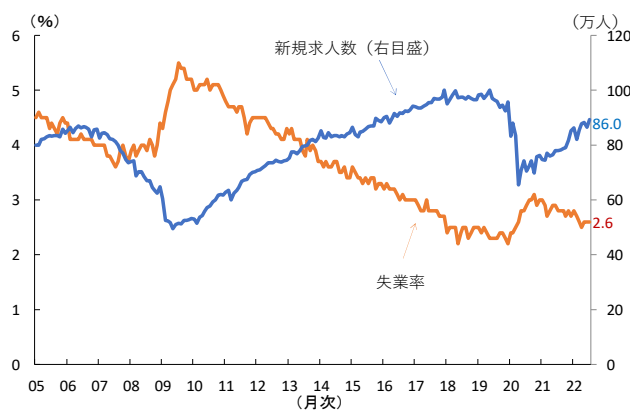
○個人消費はペントアップ需要の発現に支えられて緩やかな伸びに

雇用環境は緩やかに改善している。 9 月の失業率は 2.6%と、コロナ前の 2019 年 12 月の水準は若干上回るものの、歴史的にも低水準で横這い傾向にある（図表 3）。9 月の就業者数（季節調整値）は 6,743 万人と、概ねコロナ前の水準まで回復した。労働力人口の緩やかな増加傾向が続いており、コロナ禍で一旦仕事を諦めた人の職場への復帰が進んでいると思われる。

雇用環境は引き続き緩やかに改善するだろう。 新規求人数は依然として水準はやや低いが、持ち直しが続いている。宿泊業・飲食サービス業などの対面型のサービス業に加え、その他の業種でも幅広く増加傾向が続いている。今後も就業者数は緩やかに増加し、失業率は 2%台半ばで推移しよう。

名目賃金については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。大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は出ている。もっとも、雇用者全体として見れば今のところ、物価上昇に見合って賃金が上昇しているとは言い難い。9 月の毎月勤労統計の現金給与総額は前年比 2.1%増となり、なかでも所定内給与の伸びが同 1.3%増と同 1%程度で推移していた今年前半よりは高まっていることは若干の明るい兆しとはいえる。それでも 9 月のコア CPI（生鮮食品を除く消費者物価総合）が前年比+3.0%まで加速するなか、消費者の実質的な購買力は削がれている。企業は緩やかながらも賃上げを継続するだろうが、年明け後もコア CPI は前年比+2%台半ばで推移すると見込んでおり、名目

図表 3. 失業率と新規求人数の推移



(資料) 厚生労働省、総務省

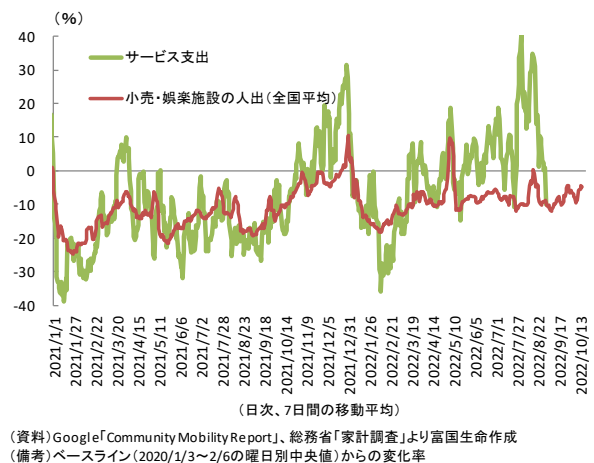
賃金の伸びが物価上昇率を下回る状況はしばらく続くと考えている。

個人消費は、新型コロナ感染第7波の収束とともに緩やかに増加している。7~9月期の民間最終消費支出は前期比0.3%増となった。衣服などの半耐久財が同4.7%増、外食等のサービス消費が同0.3%増となった一方、耐久財は同3.5%減とやや軟調だった。ワクチン追加接種の進展などにより制限措置は再導入されなかったものの、7月から8月にかけては新型コロナ感染第7波の影響で一定の外出控えがあったと見られる。3年ぶりに行動制限のないお盆休みとなったが、飲食店では一般に平日と夜の客足が鈍化し、居酒屋などでは大人数の宴会がほぼなくなり、ファミリーレストランでも堅調な売り上げは一部店舗、お盆期間に限られたようだ。しかし9月に入ると新規感染者数は減少傾向となり、飲食店からも「来客の一組当たりの人数が増えている」、「少しずつではあるがパーティー需要が出てきている」など売上げ回復を示唆するコメントが聞かれた。百貨店の売上げも回復傾向にある。9月の全国百貨店売上高（店舗数調整後）は、前年比20.2%増となった。商品別には、ラグジュアリーブランドや時計・宝飾品などの高額品が引き続き好調だったことに加え、気温低下や外出・旅行ニーズの高まりからコートやジャケット、靴など秋冬物の婦人服・洋品、手土産・ギフト需要のお菓子などで売上が増加した。

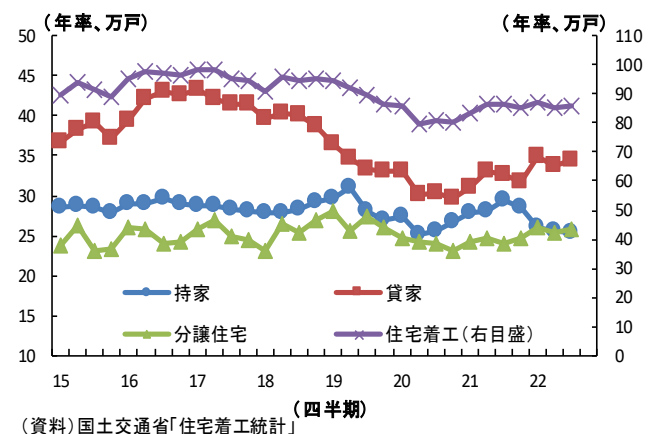
もっとも、物価高への懸念が消費者の心理面を悪化させている点には引き続き留意が必要だ。内閣府「消費動向調査」によると、消費者心理を表す消費者態度指数（二人以上の世帯）は2022年10月が前月比▲0.9ポイントの29.9となり、低下傾向が続いている。構成指標をみると「暮らし向き」、「耐久消費財の買い時判断」の低下傾向が顕著である。

1~3月期まではサービス消費を中心にコロナ禍でのペントアップ需要に支えられ、個人消費は緩やかな伸びが見込まれる。サービスへの支出と連動性が高い小売・娯楽施設の人出は10月に入っても回復傾向が続いている（図表4）。11月からは再び新型コロナ感染者数が増加しており、第8波に入ったと報道されているが、制限措置が既に撤廃されたなかで4回目、5回目のワクチン接種も行われており、感染リスクを下げるため小売・娯楽施設等への来訪を控える人々は大幅には増加しないだろう。また6月の上海市におけるロックダウン解除を受けて物流改善が進んでいるため、自動車販売も緩やかな増加傾向を辿ると考えられる。ただし、ペントアップ需要が一服する2023年度には、物価高による家計の購買力低下の影響か

図表4. 人出とサービス支出の推移



図表5. 新設住宅着工戸数の推移



ら個人消費は鈍化すると見込んでいる。もっとも、雇用環境が緩やかな改善を続けるなか、人手不足と物価上昇への対応から企業が緩やかながらも賃上げを継続することに加え、政府による家計の電気代・都市ガス代の負担軽減策もあって消費は一定程度支えられるだろう。

○新設住宅着工戸数は、やや減少と予想

7～9月期の住宅投資は前期比0.4%減と5四半期連続の減少となった。住宅投資に先行して動く新設住宅着工戸数は、7～9月期が年率86.1万戸と前期比で小幅な増加となった。利用関係別にみると貸家が緩やかな増加基調となり、分譲住宅が底堅く推移する一方で、旧住宅ローン減税の適用期限（2021年12月までの入居）に向けた駆け込み需要の反動減や資材価格上昇を背景に持家が弱含んでいる（図表5）。

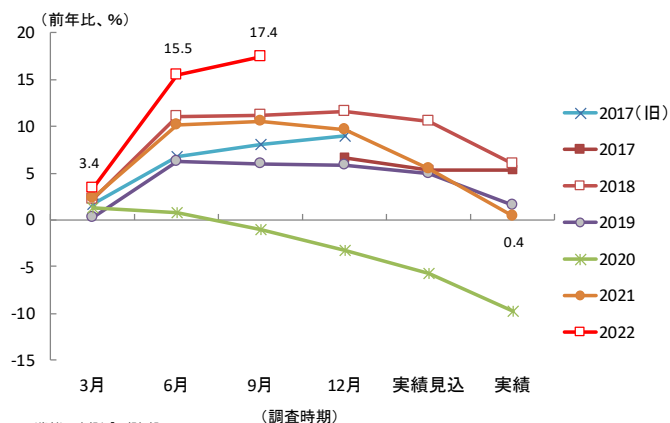
今後の新設住宅着工戸数は、やや減少すると予想する。物価上昇に伴って日銀の金融緩和策の修正が早まるとの思惑も出ており、住宅取得希望者にとっては変動金利での住宅ローン借り入れに対する心理的ハードルが上がったと思われる。スワップ金利の上昇とともに住宅ローン借り入れに適用される固定金利にも上昇圧力がかかっており、現行の住宅ローン減税における控除率0.7%を考慮した実質負担金利も上昇が続くだろう。コロナ禍における在宅勤務の増加を経験したことで、個人による住環境の改善ニーズは今後も続くものの、住宅価格は土地や木材など資材価格の値上がりもあって、やや手が届きにくいものとなったのかもしれない。持家の着工戸数はやや軟調に推移しそうだ。なお、2024年から現行の住宅ローン減税において控除対象となるローン残高の上限が引き下げ予定であり、実質的な金利負担額の増加要因となる。分譲マンションについても、マンション価格の高騰が需要を抑える要因となるなか、資金調達金利の上昇がデベロッパーにとっても徐々に重石となるだろう。一方、貸家の着工は比較的堅調に推移している。首都圏を中心にマンション価格が高騰したことで、貸家に住む選択をする世帯数の一定の増加が見込まれ、企業によるマンション型を中心とした貸家着工は緩やかな増加傾向を当面は維持するだろう。2022、23、24年度の住宅着工戸数はそれぞれ85.9万戸、85.3万戸、84.8万戸と予測している。

○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

7～9月期の実質設備投資は前期比1.5%増と2四半期連続の増加となった。半導体製造装置等への支出が増加に寄与したものとみられる。

今後も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に増加するだろう。日銀短観9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17.4%増と6月計画から1.9ポイント上方修正され、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6）。先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）

図表6. 設備投資計画調査（全規模・全産業）



（資料）日本銀行「日銀短観」
（備考）ソフトウェアを含む設備投資額（除く土地投資額）
2017年12月調査には、調査対象企業の見直しによる不連続が生じている

は増加基調が続いている。7～9月期の受注額は前期の高い伸びの反動もあって前期比▲1.6%減となったものの、10～12月期の受注額見込みは同3.6%増となっている。製造業では自動車工業や情報通信機械工業からの受注が引き続き好調なほか、化学工業からの受注が上向いており、非製造業では運輸業・郵便業や金融業・保険業などが上向いている。法人企業統計によると、2022年4～6月期の全産業ベースの経常利益は前期比5.5%増と、堅調な推移が続いている。先行きについても、

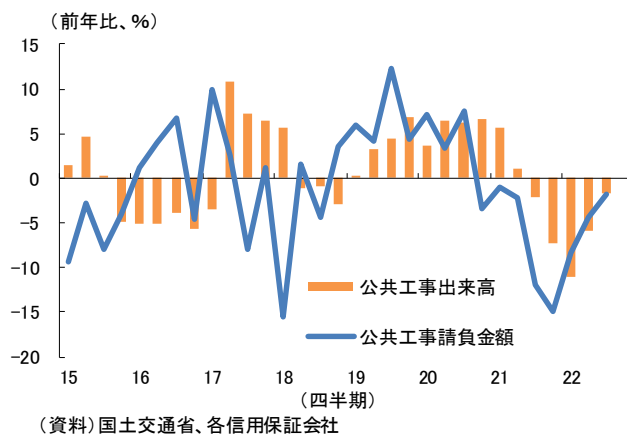
原材料価格高騰に対する川下への価格転嫁にも一定程度の進捗がみられるなか、円安効果もあって企業収益は改善傾向が続くだろう。そのため、製造業の機械投資が続くとみられるほか、データ解析の高度化や営業活動の効率化などに向けたデジタル関連投資、脱炭素化のための投資などを中心に設備投資は緩やかな増加が続くと予想する。

○公的固定資本形成は緩やかに増加する見込み

7～9月期の公的固定資本形成は前期比1.2%増と2四半期連続の増加となった。「流域治水等の推進」や「災害に強い国土幹線道路ネットワークの機能強化対策」などを含む約1.6兆円の公共事業費が計上された2021年度補正予算の執行が進んだと考えられる。先行指標である公共工事請負金額をみると、7～9月期が前年比1.8%減と前年割れながらマイナス幅は縮小している（図表7）。

公共工事請負金額の推移から、公的固定資本形成は今後も緩やかに増加すると見込んでいる。2021年度からの5年間で事業規模の目途を概ね15兆円程度とする「防災・減災、国土強靱化のための5か年加速化対策」が実施されており、公共工事の予算が大きく減少することはないとみられる。

図表7. 公共工事請負金額・出来高の推移



○輸出は、世界経済の減速を反映して緩やかな増加に留まる

輸出は緩やかに増加している。7～9月期の実質輸出は自動車、半導体製造装置、貨物輸送等の増加により前期比1.9%増と4四半期連続の増加となった。日銀が公表する実質輸出でも自動車関連財、資本財などの増加から7～9月期は全体で前期比3%程度のプラスとなっている(図表8)。なお、サービス輸出に計上されるインバウンド消費については、回復の兆しがみられる。日本政府観光局の推計によると、10月の訪日外客数(外国人旅行者の数)は49万8,600人と、9月の20万6,500人、8月の16万9,800人から増加が続いている。9月7日からは3回のワクチン接種などを条件とした入国時の検査免除、1日当たりの入国者数上限の2万人から5万人への引き上げなど、コロナ感染対策である水際措置が緩和され、さらに10月11日からは1日当たり入国者数上限の撤廃、短期滞在のビザ免除プログラムの再開、観光目的の個人旅行の解禁など水際措置が大幅に緩和されており、今後も訪日外客数の増加が期待される。ゼロコロナ政策を継続する中国からの旅行者は伸び悩みが予想されるが、全体としてコロナ前の1～2割程度に留まっているインバウンド消費も回復基調を辿るだろう。

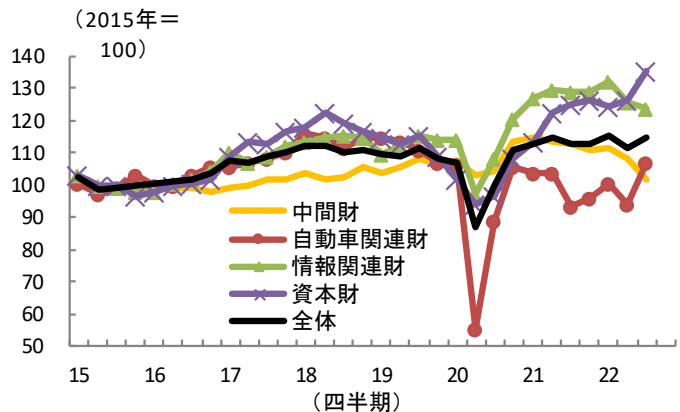
今後も輸出は緩やかな増加に留まるだろう。中国のロックダウンによる物流への悪影響は一時期よりも改善しているものの、2023年に向けては海外の主要中銀の利上げ継続を背景に世界経済が一段と減速する見込みであり、輸出は伸び悩むだろう。なお、インバウンド消費については、2023年度にはコロナ前である2019年度の半分程度まで回復し、輸出の下支えになると想定している。

○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。9月のコアCPI(生鮮食品を除く消費者物価総合)は前年比+3.0%と、消費税増税時を除けば1991年8月以来の高い上昇率となった(図表9)。上昇率が加速した背景には、携帯電話通信料のマイナス寄与の縮小(前年の大手通信事業者による通信料引き下げプランの影響の剥落)に加えて、食料(生鮮食品を除く)のプラス寄与の拡大(値上がり率の増加)などがある。

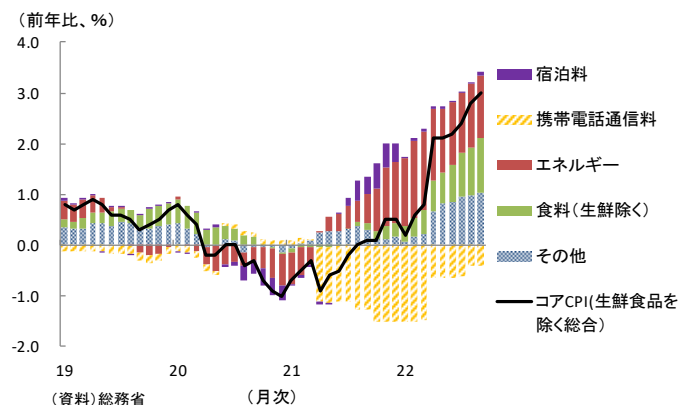
今後のコアCPIは、上昇率がもう一段高まった後、やや鈍化していくだろう。10月には大手通信事業者が昨年実施した携帯電話通話料の引き下げによるマイナス

図表8. 日銀実質輸出(財別)の推移



(資料)日本銀行より富国生命作成

図表9. 消費者物価指数の推移



(資料)総務省

寄与の残りの部分が剥落して 0.4 ポイント程度、コア CPI を押し上げる。加えて 10 月からマヨネーズ、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ており、コア CPI は年末頃まで前年比 3% 台半ばでの推移となろう。

ただし、年明け後には 2% 台半ばへの鈍化が見込まれる。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懸念などを背景にこのところ 80~90 ドル程度まで軟化しており、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。また、中国の上海市のロックダウン解除などで世界的な物流混乱が改善しつつあるなか、半導体製造装置など生産用機械の生産も持ち直している。異常気象やウクライナ情勢など食料品については供給面での懸念材料は多いが、食料品以外については一般に、品不足による価格上昇圧力の緩和が続くだろう。

2022 年度のコア CPI の予測は前年比+2.7%と前回 8 月予測から 0.5 ポイント上方修正し、2023 年度は同+2.1%と前回から 0.4 ポイント上方修正とした。なお、2024 年度は同+1.7%と予測している。

金融政策について、日銀は 10 月の決定会合でも 10 年国債金利を 0.25% 以下に抑制する姿勢を堅持し、黒田総裁は 3% 程度の賃上げがないと 2% の物価上昇目標が達成できないと発言している。先に述べた通り、コア CPI の前年比上昇率は年明け後も 2% 台半ばの水準で推移するとみられるが、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。ただし、その後は早い時期における金融政策の修正を想定している。「(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。

図表10. デフレーター伸び率(2015暦年連鎖価格)

(前年比、%)

	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度
国内総支出	0.8	0.7	▲ 1.0	0.3	2.4	1.4
民間最終消費	0.6	▲ 0.0	▲ 0.2	3.0	1.9	1.3
民間住宅投資	1.6	0.5	7.4	5.5	1.8	1.8
民間設備投資	0.4	▲ 0.4	2.5	3.6	1.6	1.5
政府最終消費	0.4	▲ 0.8	1.1	1.1	1.2	1.2
公的固定資本形成	1.5	0.4	3.5	3.3	1.5	1.5
財貨・サービスの輸出	▲ 3.2	▲ 2.0	9.3	17.1	1.2	2.0
財貨・サービスの輸入	▲ 4.4	▲ 7.4	21.7	27.2	▲ 1.6	1.9

予測

図表11. 需要項目別の寄与度

(%)

	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度
実質国内総支出	▲ 0.9	▲ 4.6	2.3	1.9	0.6	0.8
民間需要	▲ 0.9	▲ 4.7	1.5	2.3	0.5	0.6
民間最終消費	▲ 0.6	▲ 3.0	1.4	1.7	0.5	0.4
民間住宅投資	0.1	▲ 0.3	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0
民間設備投資	▲ 0.3	▲ 1.3	0.1	0.5	0.3	0.3
公的需要	0.5	0.8	0.0	0.2	0.0	▲ 0.0
政府最終消費	0.4	0.5	0.4	0.3	▲ 0.0	▲ 0.0
公的固定資本形成	0.1	0.3	▲ 0.4	▲ 0.1	0.1	0.0
財貨・サービスの純輸出	▲ 0.4	▲ 0.6	0.8	▲ 0.4	0.1	0.2
財貨・サービスの輸出	▲ 0.4	▲ 1.7	2.0	1.2	0.7	0.3
財貨・サービスの輸入	▲ 0.0	1.1	▲ 1.2	▲ 1.6	▲ 0.7	▲ 0.2

注1. 四捨五入の関係上、内数の合計は必ずしも合計項目に一致しない

予測

◇海外経済の現状と見通し

【米国経済】

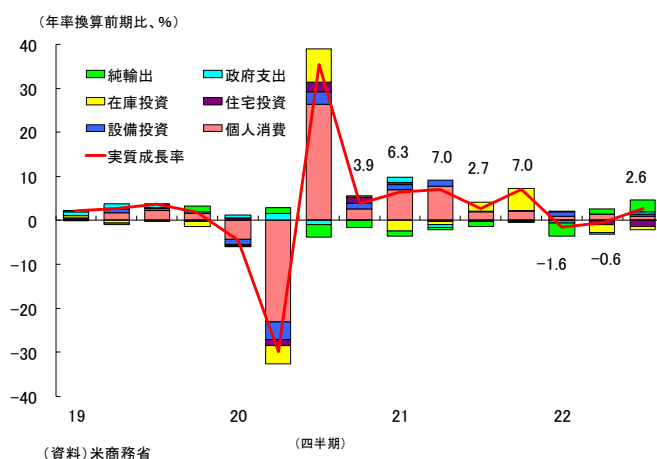
米国経済は、減速している。2022年7～9月期の米国の実質GDP成長率は前期比年率+2.6%と、3四半期ぶりのプラス成長となった（図表12）。ただし、供給制約の緩和や欧州向けの米国産エネルギーへの需要拡大などによって輸出が増加した一方で、高インフレとFRB（米連邦準備制度理事会）の積極的な金融引締めによって個人消費や住宅投資などの内需は減速している。

雇用・所得環境をみると、足元の非農業部門雇用者数は、30万人前後の増加が続き、求人数は失業者数を大幅に上回っており、人手不足の動きが続いている。企業は人材獲得のために賃金や福利厚生費を引き上げており、7～9月期の雇用コスト指数（職種・業種の構成変動による影響を除外し、賃金のほか付加給付も加算した指数）は前年比+5.0%と、上昇が続いている。ただし、10月の消費者物価指数は前年比+7.7%と、依然物価が賃金の伸びを上回っており、個人の購買力は低下している。

実質GDPを需要項目別にみると、個人消費は前期比年率1.4%増と、9四半期連続の増加となったが、前期の同2.0%増から伸びが鈍化した。財消費は同1.2%減と、3四半期連続の減少となった。ガソリンや食品などへの支出減少が続いたことで非耐久消費財が同1.4%減となったほか、自動車などの耐久財も同0.8%減となった。サービス消費は同2.8%増と、外食や宿泊サービスへの支出が底堅く推移し、9四半期連続の増加となったが、前期の同4.6%増からは伸びが鈍化した。雇用・所得環境の改善継続や経済正常化の動きが消費を支える一方、高インフレによる購買力低下を受けた消費手控えの動きもみられている。住宅投資は同26.4%減と、6四半期連続の減少かつ前期の同17.8%減からマイナス幅が更に拡大した。FRBの利上げによって住宅ローン金利が急騰し、個人の住宅購入意欲は冷え込んでいる。設備投資は同3.7%増と、9四半期連続の増加となり、FRBが利上げを続けるなかでも堅調さを維持している。在庫投資は▲0.70ポイントの寄与と、前期の▲1.91ポイントからマイナス幅が縮小したものの、企業の景気減速懸念による在庫削減の動きが続いている。輸出は、中国の上海市ロックダウン解除による供給制約の緩和や欧州向けの米国産エネルギー輸出の増加などによって同14.4%増と2四半期連続の増加となった。一方、輸入は個人消費など内需の成長ペース鈍化によって同6.9%減と、9四半期ぶりの減少となり、純輸出の寄与度は+2.77ポイントと、前期の+1.16ポイントから拡大した。

今後は更に減速すると見込んでいる。22年10～12月期は年率+1.8%、23年1～3月期は同▲0.5%と、23年に入りマイナス成長に陥ると予測する。高インフレを抑制するためのFRBの利上げが、住宅投資や設備投資を抑制することに加えて、企業の景況感悪化が雇用調整の動きに繋がることで、個人消費への下押し圧力となるだろう。

図表12. 米国実質GDP成長率の推移



足元で FRB の利上げが進むなか、雇用・所得環境の改善が続き、個人消費も鈍化傾向にあるものの底堅く推移している。その結果、インフレは財からサービス分野へ波及しており、より低下しにくい状況となっている。10月のコア CPI は同+6.3%と、前月の同+6.6%から伸びが縮小したものの、依然高い伸びが続いている。今後も FRB の積極的な金融引締め継続による景気減速懸念から、企業の景況感が一段と悪化し、求人数の減少や解雇の増加による雇用調整の動きに繋がることで個人の景況感は悪化し、個人消費は次第に抑制されていくだろう。また、その過程でインフレも次第に落ち着いていくだろう。住宅投資は、利上げによる住宅ローン金利上昇によって、住宅の販売と新規着工はともに減少している。今後も利上げが続くことにより、住宅投資は低迷が続くだろう。設備投資は、脱炭素に向けた投資や、雇用コストの高止まりを設備投資で代替する動きは支えとなるが、利上げによる借入金利上昇と、景気減速懸念によって今後は伸び悩むだろう。輸出は、ユーロ圏や中国の景気減速によって、伸び悩むだろう。また、供給制約回避や安全保障上の理由によりグローバル貿易が縮小し、更に輸出が押し下げられる可能性もあるだろう。輸入は、個人消費や設備投資などの内需が減速することで、減少するだろう。そのため、純輸出は実質 GDP 成長率に対して中立程度の寄与となるだろう。

実質 GDP 成長率の予測について、2022 年は前年比+1.9%、2023 年は同+0.4%、2024 年は同+1.2%を予測している。なお、2022 年は前回予測から 0.3 ポイント上方修正し、2023 年は 0.6 ポイント下方修正している。2022 年の予測値の上方修正は、7～9 月期の実績値（前期比年率+2.6%）が当社の前回予測（同+1.5%）を上回ったことによるものである。また、足元の米国経済は当社の前回予測以上に底堅く推移しており、その結果インフレ率も当社の前回予測を上回って推移している。2023 年の予測値の下方修正は、前回予測以上の金融引締めが行われ、景気が減速することを想定しているためである。

金融政策について、FRB は、6 月会合から 11 月会合にかけ、4 会合連続で 0.75% の大幅利上げを行い、3 月以降の利上げ幅の合計は 3.75%に達し、11 月上旬時点で FF 金利の誘導レンジの上限は 4.00%となった。2022 年 6 月から始まったバランスシート縮小による量的な金融引き締めも続いている。当社は、今後も FRB による利上げの継続を見込んでいる。2022 年に計 4.25%（12 月 0.50 ポイント）、2023 年に計 0.75%（2 月 0.50 ポイント、3 月 0.25 ポイント）の利上げを想定しており、2023 年 3 月末時点で FF 金利の誘導レンジの上限は 5.25%となり、その後はしばらくその水準を維持すると見込んでいる。また、バランスシートの縮小も継続されると見込んでいる。積極的な金融引締めを受けて、米国の消費者物価指数は、2022 年末で前年比+7.3%（前回予測時同+7.1%）程度、2023 年末で同+2.6%（同+2.4%）程度、2024 年末で同+2.2%程度を予測している。なお、積極的な金融引締めによってインフレ率が前年比+2.0%に落ち着く確信が得られれば、2024 年に入って FRB は利下げに転じる可能性があるとするが、インフレが鎮静化しない場合は、利上げがより長い期間かつより高い水準に到達するまで行われ、景気が大幅に減速する可能性には注意が必要だろう。

【欧州経済】

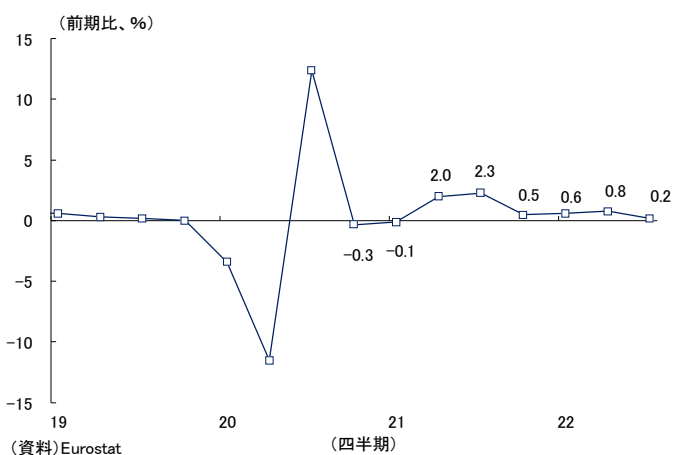
欧州経済は、減速している。2022年7～9月期のユーロ圏の実質GDP成長率は前期比+0.2%（年率換算+0.7%）と、6四半期連続のプラス成長となったが、前期の同+0.8%から伸び率が縮小し（図表13）、内外需ともに減速傾向にある。個人消費は、電気代などのエネルギー価格高騰が下押し要因となった一方、コロナ禍からの経済正常化や雇用・所得環境の改善などが下支え要因となった。9月のユーロ圏の失業率は6.6%と、低い水準が続いているが、4～6月期のユーロ圏の妥結賃金は、前年比2.4%増と、消費者物価指数の伸び（10月前年比+10.7%）を下回っており、個人の購買力は低下している。生産と設備投資は、ウクライナ情勢を巡る不透明感やECB（欧州中央銀行）の金融引締めなどで企業の景況感が更に悪化したことで伸び悩んでいる。輸出は、中国経済の減速によって中国向け輸出が伸び悩むなか、米国経済の減速によって米国向け輸出も減少し始めていることで、伸び悩んでいる。主要国の成長率をみると、ドイツが前期比+0.3%（前期：同+0.1%）、フランスが同+0.2%（前期：同+0.5%）、イタリアが同+0.5%（前期：同+1.1%）、スペインが同+0.2%（前期：同+1.5%）と、総じて低い伸びとなった。

今後も、ECBの金融引締め継続により景気はさらに減速するだろう。さらなる金利上昇が設備投資を抑制し、ウクライナ情勢の好転が見通せないなかで高インフレによる個人消費への圧迫が続くだろう。また、米国や中国の景気減速が輸出の下押し材料となるだろう。高インフレを受けてECBは7月から10月にかけて計2.0%の利上げを行った。ユーロ圏の10月の消費者物価指数は前年比+10.7%と、インフレ率は高止まりしている。ロシアからのエネルギー供給が絶たれていることでエネルギーは同+41.9%と高騰が続いている。またサービスも同+4.4%と、年初の+2%程度から拡大している。フランスなどでは高インフレを受けて賃上げを求めるストライキが各地で行われており、今後ユーロ圏でも賃金上昇圧力が高まり、インフレ率を更に押し上げる可能性もあるだろう。

金融政策について、インフレ率を抑制するために、当社は今後もECBによる利上げの継続を見込むが、ユーロ圏各国の回復度合いは区々であり、米国程の利上げを行うことは難しいと考えている。ECBは2022年に計2.50%（12月0.50ポイント）、2023年に計0.50%（2月0.50ポイント）の利上げを行うと想定しており、2023年3月末時点の主要政策金利は3.00%となるだろう。また、23年1～3月期に、バランスシートの縮小も開始するだろう。

なお、ユーロ圏は天然ガスなどのエネルギーを海外に依存しており、エネルギー需給は常に綱渡りである。今後地政学リスクが更に高まり、再度エネルギー価格の上昇が起これば、インフレ率は更に高まるリスクも抱えている。ECBの金融引締めが続き、欧州経済はスタグフレーションに陥る可能性が高いだろう。

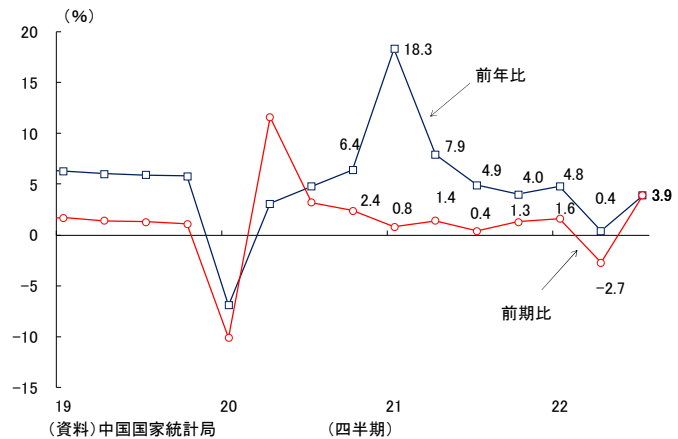
図表13. ユーロ圏実質GDP成長率の推移



【中国経済】

中国経済は、成長ペースが鈍化している。中国の2022年7～9月期の実質GDP成長率は前年比+3.9%と、4～6月期の同+0.4%から持ち直しの動きがみられた（図表14）。前期比ベースでも+3.9%（4～6月期同▲2.7%）と、2四半期ぶりのプラス成長となった。4～6月期に上海市などの大都市で行われたロックダウンが解除されたことで持ち直しの動きがみられたが、ゼロコロナ政策は維持されており、内需の明確な改善はみられていない。1～9月期の小売売上高は前年比0.7%増（1～6月期同0.7%減）と依然低迷している。1～9月期の固定資産投資は同5.9%増（1～6月期同6.1%増）と底堅く推移した一方、1～9月期の不動産開発投資は同8.0%減（1～6月期同5.4%減）と更に減少幅が拡大しており、不動産市場の低迷も続いている。

図表 14. 中国実質GDP成長率の推移



今後、緩やかな成長ペースにとど

まるだろう。10月に行われた第20回共産党大会では、習近平総書記の続投が決定した。ゼロコロナ政策を維持する方針は変更されておらず、感染者数の増加が予想される冬場に同政策の緩和は見込み難いため、今後も来年の春頃までは個人消費の大幅な持ち直しは期待しにくいだろう。住宅投資は、ロックダウンで社会活動が停止したことによる失業者数増加もあって個人の住宅購入意欲は低く、また、個人の住宅ローン支払い拒否が社会問題となるなど、住宅市場の不透明感は強く、急回復は期待できないだろう。輸出は、米国や欧州の景気減速によって弱い動きとなるだろう。輸入は内需の低迷を反映して伸び悩むため、純輸出は実質GDP成長率に対して中立程度の寄与となるだろう。なお、ゼロコロナ政策が全面的に解除される可能性は低いが、春以降は次第に緩和され、経済の持ち直しに繋がるとみる。また、住宅購入を巡る規制緩和や財政支出拡大などが行われる可能性もあるだろう。

実質GDP成長率の予測について、ゼロコロナ政策は2023年春以降次第に緩和され、緩慢ながら持ち直しの動きが続くと見込み、2022年は前年比+3.3%（前回8月予測：同+3.4%）、2023年は同+5.0%（前回8月予測：同+5.0%）、2024年は同+5.0%と予測している。

金融政策について、中国経済の成長ペース鈍化が続いているが、米欧の主要中銀が利上げを続けるなかで中国人民銀行が利下げを行った場合、海外との金利差拡大によって為替レートが元安に推移し、輸入物価を押し上げることでスタグフレーションに繋がるリスクもあるため、当面現在の金融緩和政策を維持するだろう。

なお、不動産市場の低迷が続く場合、最終的に不動産バブルが崩壊し、深刻な金融危機に繋がるリスクには注意が必要だろう。その一方で、ゼロコロナ政策が全て解除されることがあれば、約3年間抑制された個人消費が爆発的に増加して内需が持ち直し、海外からの中国向け輸出拡大や、中国から海外への旅行者数増加によって海外経済の持ち直しに繋がる可能性もあるだろう。

以上