

感染第6波とその後の日本経済

リベンジ消費・グリーン投資の押し上げは限定的

みずほリサーチ&テクノロジーズ
調査部 経済調査チーム
03-3591-1241

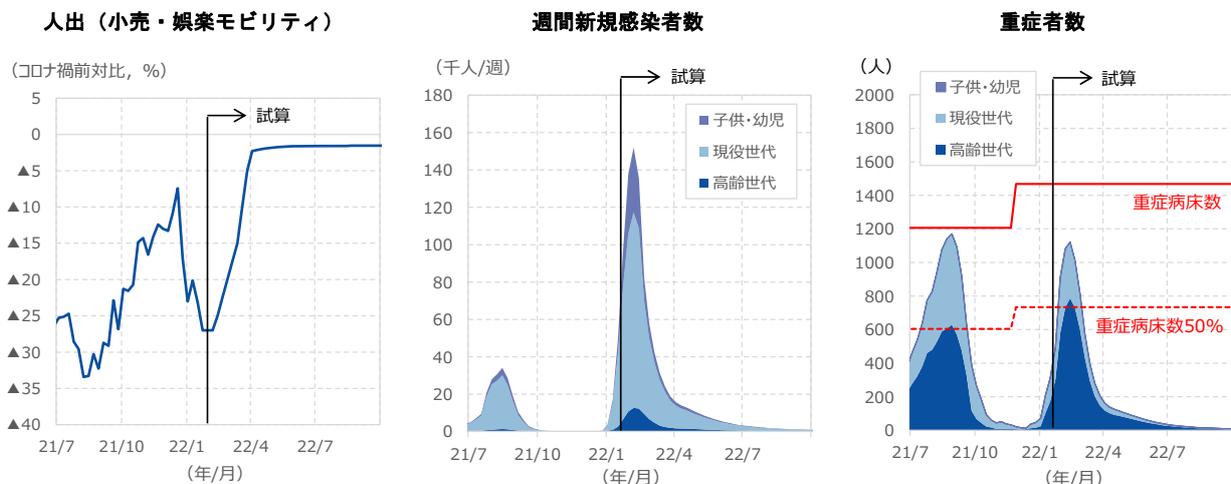
- オミクロン株まん延がサービス消費・自動車生産を下押しし、1~3月期のGDPは前期比▲0.3%（年率▲1.0%）を予測。4~6月期以降は感染収束・経口治療薬普及に伴い回復傾向が続く
- 2022年度成長率は+3.7%と高成長を予測。交易条件悪化による物価上昇や半導体不足が下押し要因になるほか、リベンジ消費は限定的とみるも、サービス消費の正常化がGDPを3%以上押し上げ
- 2023年度成長率は+1.2%と予測。高生産性分野への労働移動は限定的で賃金の伸びは期待出来ないほか、グリーン投資の押し上げ効果も小さく、経済活動は徐々に巡航速度へ回帰

1. はじめに~2021年度の日本経済は「ノコギリ型」回復。足元は感染第6波が逆風に

2021年の日本経済は、プラス成長とマイナス成長を繰り返す「ノコギリ型」で推移し、暦年の成長率は+1.7%と2020年の落ち込み（前年比▲4.5%）に比して弱い伸びにとどまった。10~12月期GDPは前期比+1.3%（年率+5.4%）と高成長だったものの、依然としてコロナ禍前の水準を取り戻すには至っていない（詳細は酒井（2022）を参照）。2022年に入ってから、感染力の強いオミクロン株のまん延により政府がまん延防止等重点措置の発令・延長を余儀なくされるなど、日本経済はコロナ禍から抜け出せていない状況だ。

西欧主要国、イスラエル、韓国、シンガポールなどでブースター接種普及率が50%を超えている中、

図表 1 東京都の感染・医療シミュレーション結果



(注) 2022年1月29日までの実績を反映してシミュレーションを実施
重症者数は国基準（集中治療室等での管理、人工呼吸器または体外式心肺補助（ECMO）による管理が必要な患者）

(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

日本のブースター接種回数は2/16時点で累計1,408万回（全人口対比11.1%）と出遅れ感が否めない。足元の接種ペースは全国でようやく1日当たり60万回前後まで加速しており、高齢者接種の本格化で接種ペースはさらなる加速が見込まれるが、現役世代のブースター接種が増えるのは3～5月とみられ、残念ながら今回の感染第6波には間に合わなかった。

一方で、足元では東京でも感染拡大ペースが鈍化するなどピークアウトの兆しがみられ、感染収束後（アフターコロナ）の経済動向への世の中の関心も高まりつつある。

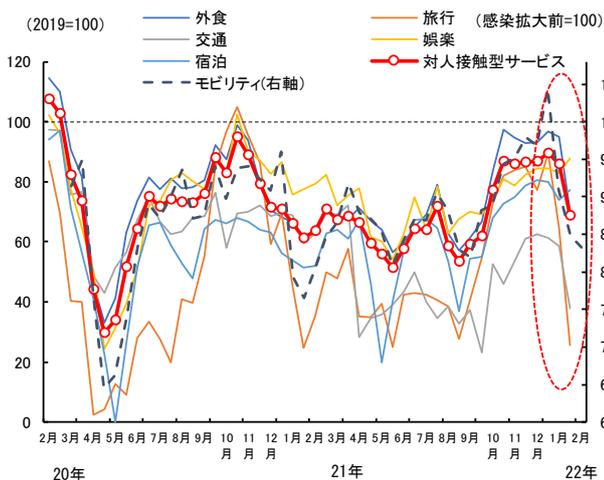
本稿では、オミクロン株のまん延が足元の日本経済に与える影響について整理した上で、感染第6波収束後の日本経済の見通しについて考察する。

2. オミクロン株まん延の日本経済への影響～サービス消費・生産活動を下押し

本節では、服部（2022）による足元の感染動向等を考慮した疫学モデルによるシミュレーション（図表1）を踏まえ、オミクロン株のまん延が日本経済に与える影響について考察する。感染は2月半ばにピークアウトする一方、感染に少し遅れて変動する重症者数は2月中旬～下旬に昨夏の第5波と同程度の水準まで増加する見通しだ。重症病床使用率は8割弱まで上昇する計算となり、一時的に医療体制がひっ迫する。その後、新規感染者数と重症者数のピークアウトにあわせて人出が2月後半に回復へ転じ、4月には経済活動がほぼ再開可能な状況になる（オミクロン株の驚異的な感染で免疫保持者も急増したため、経済活動が正常化することによる感染の再拡大は限定的になる）というのが図表1のシミュレーションの見立てである。

サービス消費への影響については、1月21日に公表した服部他（2022）と大枠は変わらないが、本稿では感染者や濃厚接触者の急増に伴い生産活動に影響が拡大している点についても焦点を当て、オミクロン株の日本経済への影響についてより全体的な評価を行う。

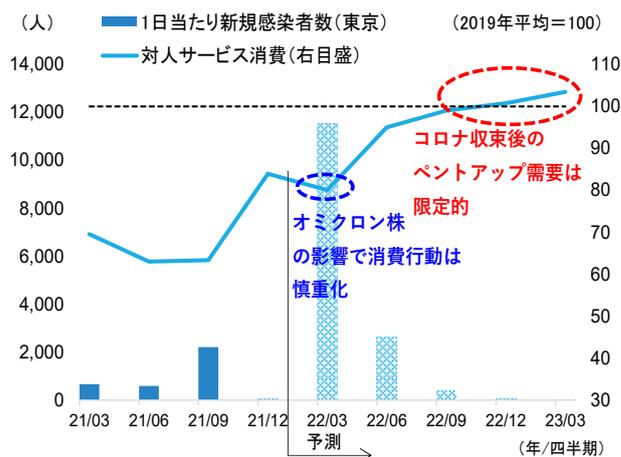
図表 2 対人接触型サービス消費



(注) 消費指数は、みずほリサーチ&テクノロジーズによる季節調整値。モビリティは小売・娯楽モビリティ。公表系列の変更に伴い、2022年以降は新系列の伸びで延伸

(出所) JCB/ナウキャスト「JCB 消費 NOW」、Google LLC「Google COVID-19 Community Mobility Reports」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表 3 対人接触型サービス消費のパス



(注) 点線は対人サービス消費のコロナ前水準（2019年平均）を示す

(出所) JCB/ナウキャスト「JCB 消費 NOW」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(1) 1～2月の対人サービス消費が大幅減。個人消費は▲2兆円減、1～3月期GDPを▲1.6%下押し

全国の小売・娯楽モビリティ（7日移動平均）は2/13時点でコロナ禍前比▲16.0%（東京のモビリティは同▲30.3%）と減少傾向で推移している。GoToトラベル事業の再開が見送られるだけでなく、ワクチンを2回接種済みであっても感染防止効果が限定的であることから、ワクチン・検査パッケージが一時的に停止され、ワクチン2回接種者も行動が慎重化した模様だ。飲食店等への休業要請はなされておらず過去の緊急事態宣言発令時ほどの落ち込みには至らないものの、1～2月の人出が減少することで外食、宿泊、旅行・交通、娯楽等の対人接触型サービス（以下、「対人サービス」）の落ち込みが不可避な情勢だ。実際、JCB/ナウキャスト「JCB 消費 NOW」で対人サービス消費（みずほリサーチ&テクノロジーによる季節調整値）の推移をみると、1月後半は1月前半対比▲20.1%と大幅に減少している（図表2）。内訳をみると、旅行（1月前半対比▲60.2%）、外食（同▲26.0%）、交通（同▲35.5%）を中心に悪化している。内閣府「V-RESAS」で全国の飲食店情報閲覧数をみても、1月後半から2月初旬にかけて居酒屋等を中心に大幅に落ち込んでいることが確認できる。

服部他（2022）における1月21日時点の想定よりも足元の人出の減少幅がやや大きかった一方、感染のピークアウトが幾分早まったことで、1～3月期で均した人出の減少度合いの想定はほぼ変わらず、対人サービス消費への影響度についても服部他（2022）で示した見方を維持している。具体的には、1～3月期の対人サービス消費はコロナ禍前対比▲20%程度に減少するとみている。これは、ベースライン（オミクロン株のまん延がなかった場合のパス）対比で▲19.6%の減少となる計算だ（図表3）。個人消費に対する影響はベースライン対比で▲3.0%、GDPは同▲1.6%の下振れ（金額換算では、1～3月期の個人消費・GDPがベースライン対比で▲2.2兆円減少）となる（GoToトラベルの再開による経済効果が先送りされることによる機会損失も含む）。

(2) 1～3月の自動車は▲10万台程度の減産と想定。1～3月期GDPを▲0.3%下押し

オミクロン株感染は、生産活動にも影響を及ぼす。自社内や仕入先での感染拡大を受けて自動車メーカーが工場の操業を停止するなど、生産活動にもオミクロン株まん延の影響が及びつつある。報道によれば、例えばトヨタ自動車の1月の計画対比での減産規模は（感染影響以外の要因によるものも含めて）▲9.4万台にも上るとのことだ。2月中旬に感染がピークアウトするに伴い、減産影響は徐々に縮小していくとみているが、1～2月で自動車生産が▲15万台程度下振れると現時点で想定している（半導体不足等、国内の感染拡大以外の要因による影響についてはここでは除いている）。3月に一部挽回生産が行われると想定しても、1～3月期で▲10万台程度の減産影響が発生するとみられ、他産業への波及効果などを考慮すると、感染影響による自動車の減産で1～3月期のGDPを▲0.3%程度押し下げる計算だ。

図表 4 オミクロン株によるGDPへの影響

	減少率 (%)	減少額 (兆円)
人出減少によるサービス消費減少	▲ 1.3	▲ 1.8
GoTo先送りによる機会損失	▲ 0.3	▲ 0.4
自動車生産の減少	▲ 0.3	▲ 0.4
計	▲ 1.9	▲ 2.6

(注) 国内のオミクロン感染拡大がなかった場合のパスからの乖離を示す

(出所) 各種報道等より、みずほリサーチ&テクノロジー作成

(3) 半導体不足、商品市況高騰の影響も重なり、1～3月GDPは小幅なマイナス成長を予測

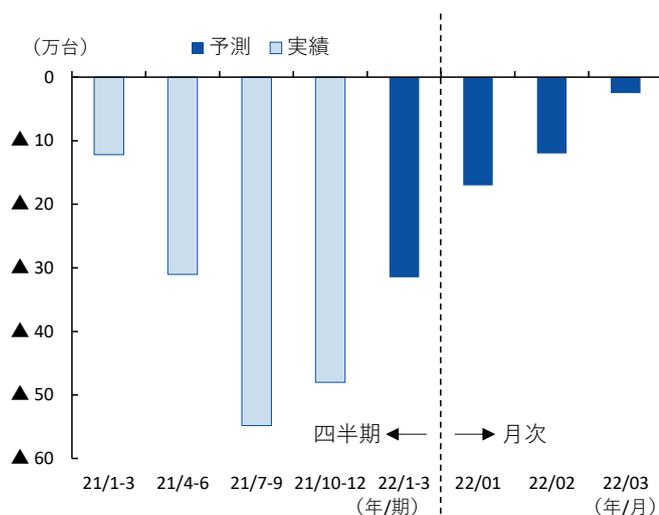
筆者は、オミクロン株の感染拡大が発生する前まで（昨年12月時点）、2022年1～3月期の日本経済

は前期比+1.7%（年率7.1%）の高成長を見込んでいた。感染第5波が収束した後、1～3月期のGoTo再開による押し上げ効果も相まって、個人消費の高い伸びが続くとみていた。自動車生産についても、半導体不足による下押し影響は残るものの、東南アジアからの部品供給の正常化に伴う回復が続き、日本経済は2021年10～12月期から2022年1～3月期にかけて個人消費・輸出を中心に高成長が続くというのが昨年末時点でのメインシナリオだった。しかし、オミクロン株のまん延により、このシナリオは崩れ去ったと言わざるを得ない。1～3月期のGDPはサービス消費の落ち込みや自動車等の減産で合わせて▲1.9%下振れする計算になる（図表4）。

さらに、2022年の日本経済の下押し要因はオミクロン株だけではない。車載向け半導体の供給不足は、引き続き自動車の増産を阻む要因となろう。半導体メーカー各社の増産が期待されるものの、シリコンウェハ不足が深刻化しているほか、半導体・部品不足による半導体製造装置の納入遅延リスクも高まっており、大幅な増産は容易ではなく半導体の需給はタイトな状況が継続するだろう。各自動車メーカーは挽回生産を計画している模様だが、半導体不足の影響が残存する状況下では、メーカーの意欲的な生産計画は実現しない可能性が高い。1～3月期においては先述したオミクロン株の感染拡大に加え、半導体不足の下押しが重なることで、ベースライン（半導体不足・感染影響がなかった場合のパス）対比で自動車生産を▲30万台超押し下げるとみている（図表5。1～3月期GDPへの影響は、他産業への波及効果や代替効果等を考慮して▲0.8%程度の下押しと試算している）。

また、世界的な商品市況の高騰を受けた交易条件の悪化が企業・家計の負担を増加させる。資源価格の上昇や円安を踏まえて2021年度の原材料輸入額を試算すると、価格要因により前年度から12兆円程度増加する見通しだ。これは約12兆円の所得が海外に流出することを意味する。投入・産出構造を踏まえると、概ね7割が企業、3割が家計の負担に帰着するとみられ、企業収益や家計の実質所得を押し下げる。酒井他（2021a）が詳しく説明しているとおりであるが、企業への影響についてみると、ガス・熱供給、電力等のエネルギー業種への影響が大きいほか、製造業では原油等の輸入依存度が高い素材業種、加工業種でも鉄鋼製品を多く投入する輸送機械（造船等）への打撃が大きいとみられる。家計への影響については、食品・エネルギーを中心とした日用品の値上げを受け家計の節約志向が強まり、身の回り用品や被服・履物、交際費、教育費等の支出が減少する可能性が高い（南（2022）が指摘しているように、日用品に対する支出ウェイトが高い低所得世帯で特に影響が大きく、嶋中（2022）は低所得世帯では消費増税2%超に相当する負担増が2022年に発生すると試算している）。交易条件悪化の影響で、2021年度後半から2022年度前半にかけて、設備投資が▲0.4%、個人消費が▲0.3%、GDPは▲0.2%程度下押しされると

図表 5 半導体不足・感染拡大による自動車生産への影響



（注）減産幅は、ベースライン（供給制約発生前）対比の台数
（出所）各種報道、自動車メーカー決算情報等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

みている。

これらの下押し要因が重なり、1～3月期は小幅ながらもマイナス成長に陥る可能性が高い（現時点では前期比▲0.3%（年率▲1.0%）と予測している）。

3. 感染第6波収束後の日本経済～リベンジ消費・グリーン投資の押し上げは限定的

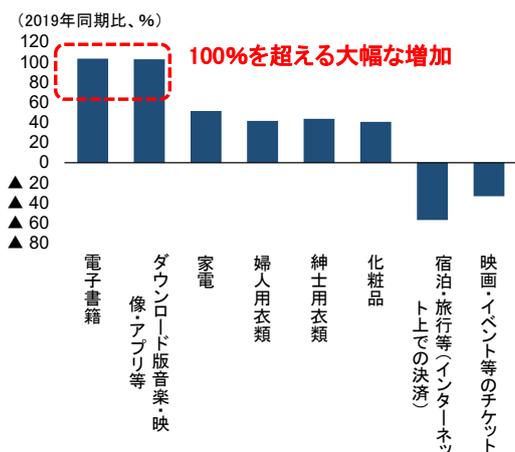
先述したとおり、服部（2022）の見立てを踏まえ、感染第6波の収束と経口治療薬・ブースター接種の普及に伴い、4～6月期以降の経済活動は回復に向かうというのがメインシナリオだ。本節では、感染第6波が収束した後の日本経済の見通しについて、主要な論点について整理する。

（1）消費のデジタルシフトで対人サービス消費のリベンジ消費は限定的と予測

4～6月期以降は外出機会増加で対人サービスや衣料品などが回復するほか、自動車販売も持ち直すともみている。GoToトラベル事業については、現時点で5月下旬の再開を想定している。当面は、先述したように商品市況高騰を受けた物価上昇などが下押し要因になることに加え、ワクチン未接種者や子育て世帯（ワクチンを接種していない子どもと同居する親）、重症化した場合の死亡リスクが相対的に高い高齢者等を中心に一部で消費行動に慎重姿勢が残るとみられるものの、オミクロン株収束後の消費活動は回復傾向で推移するだろう。図表3のとおり、2022年10～12月期には対人サービス消費がコロナ禍前水準まで回復するとみている。

ただし、コロナ収束後に期待されるリベンジ消費の大きさは限定的とみている。野村総合研究所「生活者年末ネット調査（2021年12月）」によれば、コロナ禍完全収束後に外食や旅行、スポーツ観戦等の支出をコロナ前より増やすと回答した割合は1割程度にとどまっている。同調査では、コロナ後の生活について、8割近くの人が「コロナ禍と同じ生活を送る」、「ある程度戻るが完全には戻らない」と回答しており、コロナ後の生活が元に戻らないと考える理由について多くの人が「今の生活に慣れてしまったから」と回答するなど、新しい生活様式への慣れや感染予防行動の常態化が示唆されている。

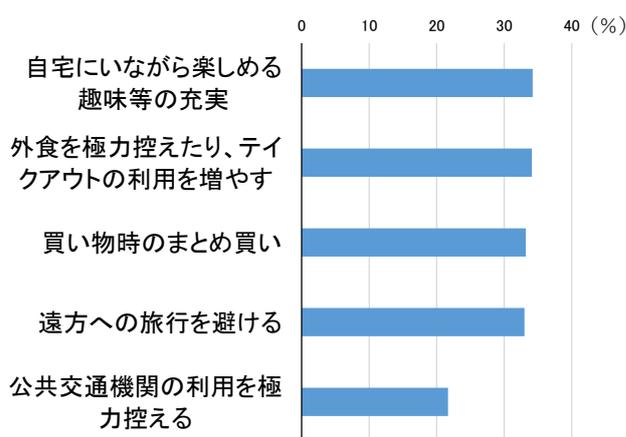
図表6 インターネットを利用した消費支出



(注) 2021年1月～12月平均の2019年同期比

(出所) 総務省「家計消費状況調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表7 今後も続けていきたい行動（上位5項目を抜粋）



(注) 設問は「昨年1月以降の新型コロナウイルスの感染拡大を受け消費行動等の変容を余儀なくされた時期もあったかと思いますが、今後も引き続き行っていきたいことは何ですか。当てはまるものを全て選んでください」。回答上位5項目のみ抜粋

(出所) 消費者庁「物価モニター調査（2021年11月確報）」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

総務省「家計消費状況調査」をみると、インターネットを利用した消費支出はデジタルコンテンツを中心にコロナ前対比で大幅に増加している（図表6）。消費者庁「物価モニター調査（2021年11月確報）」によれば、「今後も引き続き行っていきたいこと」として、在宅での消費行動の継続を示唆する回答が上位を占めており、外出を伴う消費から、自宅で楽しめる消費へ、消費者の志向が変化していることを示している（図表7）。コロナ禍が収束したとしても、在宅でのデジタルコンテンツ等の消費に価値を見出した消費者は、旅行等の対人サービス消費を増やさない可能性が高い。企業としては、こうした消費者の志向変化に対応した財・サービスの提供が求められるだろう（例えば、足腰の不自由な高齢者に向けたVR（バーチャル・リアリティ）の旅行体験サービスの提供等）。

以上を踏まえ、図表3のとおり、対人サービス消費については2022年10～12月期から2023年1～3月期にかけて一部にリベンジ消費が出るものの、全体としてはコロナ禍前を若干上回る程度までの増加にとどまると想定した。もっとも、リベンジ消費が限定的とは言え、対人サービス消費が正常化（コロナ禍前水準程度まで回復）するだけでもGDPに与える影響は大きい。2022年度の対人サービス消費は前年度比+37%程度の増加となり、これだけで2022年度GDPを+3%以上押し上げると試算している。

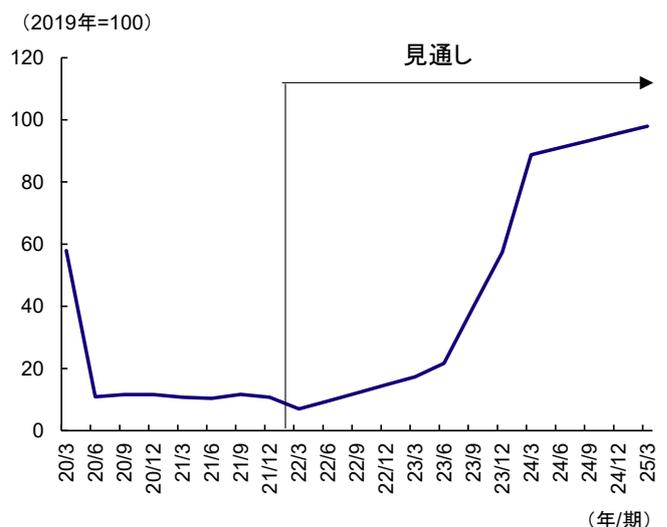
（2）新興国の経口治療薬の普及が遅れ、インバウンドの本格回復は2023年後半以降を予測

個人消費については感染第6波の収束後、2022年10～12月期までに正常化（コロナ禍前水準までの回復）が見込まれる一方、インバウンド需要については回復が遅れる見通しだ。先進国では2022年央には概ね経口治療薬が普及するとみられる一方、新興国では2023年前半まで普及が遅れる可能性がある。日本からみたインバウンド需要は東アジア・東南アジアが約8割を占めていることを踏まえると、インバウンド需要の本格的な回復は2023年後半以降になるだろう（図表8）。

インバウンドの受け入れにより感染が再拡大してしまう事態は日本政府としても避けたいはずであり、当面は入国制限の緩和は慎重に進められると考えられる。トラベル・バブル（社会的・経済的に強い結びつきを持ち、かつ感染が収束している隣国同士で、感染予防をしつつ渡航禁止の解除等を実施する取り組み）により限定的に国・地域間での旅行を認めていくことが現実的であることを踏まえれば、少なくとも2022年中はインバウンド需要の低迷は続く見通しだ。

なお、インバウンド消費の約7割を占める観光客は2024年度にコロナ前の水準を取り戻す一方、ビジネス客はオンライン会議の浸透を背景に出張需要等が一部消失することから、コロナ前の9割程度の水準で回復は頭打ちになる見込みだ。インバウンド需要全体としては、2024年度末時点でもコロナ禍前の水準を取り戻せない可能性が高いとみている。

図表 8 インバウンド消費の見通し



（注）非居住者家計の国内での直接購入
（出所）内閣府「四半期別GDP速報」より、みずほリサーチ&テクノロジー作成

（3）賃金の回復ペースは緩やかに。コロナ後の個人消費は「巡航速度」の伸びにとどまる

2022年の雇用者報酬は徐々に回復するも、コロナ禍前に戻るのは2023年以降になる見通しだ。商品

市況高騰を受けた原材料価格の上昇が企業収益を下押しすることなどを受け、2022年の春闘賃上げ率は1.93%（ベアは+0.13%程度）と力強さを欠く見通しだ（図表9）。後述するとおり2022年度は物価上昇の影響で実質賃金は前年比▲0.7%、実質雇用者報酬は同▲0.5%のマイナスとなり、個人消費の回復を阻害する要因になるとみている。

2023年以降も賃金の伸びは緩やかなものになるとみられる。コロナ禍前を振り返っても、一人当たり名目賃金は、アベノミクスの景気拡大局面（2013～2018年）において年平均で+0.4%程度の伸びにとどまった。コロナ禍が収束して経済活動が正常化したとしても、アベノミクス期以上に賃金が伸びる根拠は現時点では希薄だと言わざるを得ない。

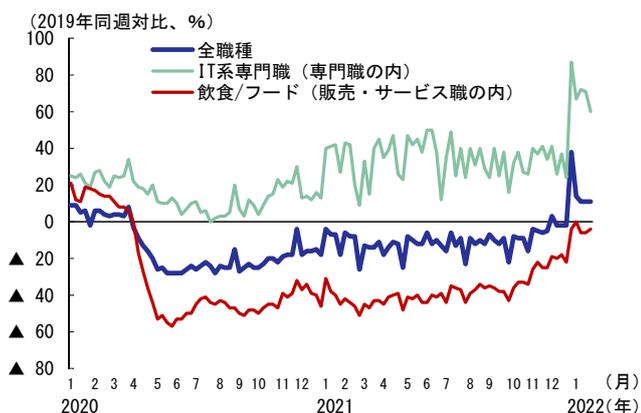
年功序列制の崩壊が進む中で団塊ジュニア世代を中心としたシニア層の賃金調整が賃金の下押し要因となっており、年齢階層別の賃金カーブをみると、男性の賃金カーブは20年前と比べて中高年を中

図表9 春闘賃上げ率の見通し



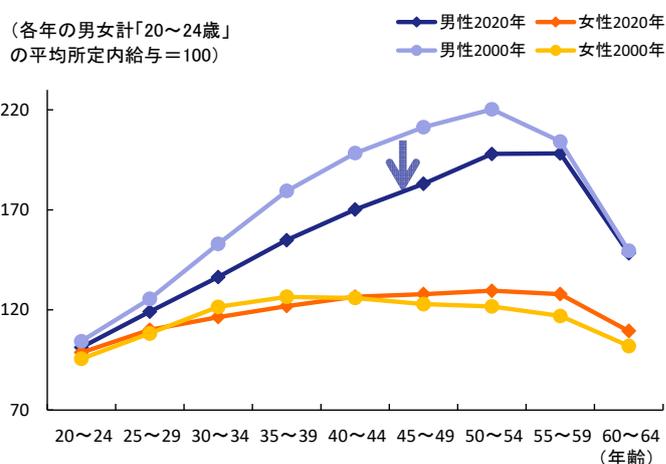
(注) 厚生労働省ベース、民間主要企業の春季賃上げ率。2022年は予測値（2月時点予測）
 (出所) 厚生労働省「民間主要企業春季賃上げ要求・妥結状況」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表11 求人情報数の推移（V-RESAS）



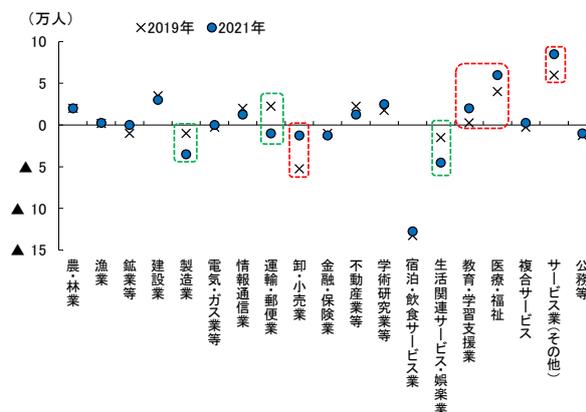
(注) 2019年同週対比。2022年1月第4週目までのデータ
 (出所) 内閣府「V-RESAS」における株式会社フロッグ提供データより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表10 年齢階層別賃金カーブ



(注) 一般労働者。所定内給与額。各調査年の男女計「20～24歳」の平均所定内給与額を100としている
 (出所) 厚生労働省「賃金構造基本統計調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表12 転職市場の業種別の純流入者数



(注) 1. 原数値。1年以内の転職者の「現在の業種（流入）」と「前職の業種（流出）」の差をとり、「純流入者数」を示した
 2. 2019年から2021年の推移で上方シフト（流入傾向が高まる）を赤、下方シフト（流出傾向が高まる）を緑で示している
 (出所) 総務省「労働力調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

心にフラット化している（図表10）。当面、この傾向は続くだろう。足元ではIT系専門職の求人件数が増加するなど、IT・デジタル人材等への需要は高まっており（図表11）、シニア層に対するリカレント教育等を通じて高成長分野への労働移動を促すことで全体の賃金引上げにつながると考えられる。しかし、人々のスキル習得には一定の時間を要する。コロナ禍における産業別の転職市場の純流入者数をみても、コロナ前の2019年対比で生活関連サービス・娯楽業などではやや流出傾向が、卸・小売業などでは流入傾向が高まっているものの、雇用流動化の動きは総じて限定的なものにとどまっている（図表12）。IT・デジタル分野等で局所的な賃金増の動きはあっても、全体としてみれば当面は賃金の伸びの大幅な加速は期待しにくい。

岸田政権も賃上げに向けた施策を講じているが、期待成長率が高まらない中で、多くの企業は固定費である人件費の引上げに対する慎重姿勢を継続するとみている。賃上げ促進税制については、欠損法人は適用を受けることが出来ず適用が大企業に偏ることでむしろ賃金格差を拡大させる、時限性のある租税特別措置では持続的な賃上げにはつながりにくい、といった問題点が指摘できる（酒井他（2018）を参照されたい）。岸田首相が掲げる賃上げ実施企業への税制支援についても、アベノミクス期において税制優遇措置が十分な効果を上げていないことを踏まえれば、実効性の点で限界があると考えべきだろう。一方、公的価格の見直しによる看護師・介護士・保育士などの収入増加については、より直接的に国が賃上げを実施できる点で効果が期待される。介護報酬は3年に1度、医療報酬は2年に1度改定される仕組みになっており、人手不足の状況下でも労働市場の情勢に応じた柔軟な賃上げが実施されてこなかった面がある。コロナ禍において最前線の現場で働く看護師など、エッセンシャルワーカーの仕事の責任・負担を考えれば、これらの人々の処遇改善に反対する声は小さいだろう。ただし、岸田総理が主張するようにこの施策が民間の給与や所得を上げるための呼び水になるかどうかは不透明だ。介護士や保育士の賃金水準は他業種対比で低く、岸田政権による引上げ幅も大きくない。看護師・介護士・保育士などの職種は国家資格が必要で他産業との労働移動に相応のハードルがあること等も踏まえれば、全産業平均並み以上の水準まで賃金を引き上げない限り、他業種へのスピルオーバー効果は大きくないとみている。

（4）デジタル投資は増加の一方、当面のグリーン投資増は限定的

設備投資については、期待成長率が高まらない中、回復ペースは緩やかなものになる見通しだ。企業の期待成長率（業界需要見通し）は、全体としてみればコロナ禍前から大きく変化していない。電気機器や通信等一部の業種は、中長期的に半導体需要やデータ通信量の増加が予想され、上昇傾向にある一方、輸送用機器や小売業は、人口減少による国内需要の先細りが見込まれ、期待成長率が低迷している（図表13）。設備投資の増加局面は当面続くとみられるが、期待成長率が高まらない中、設備投資対資本ストック比率が上昇するにつれて調整圧力が強まり、力強さを欠く推移になるだろう（図表14）。

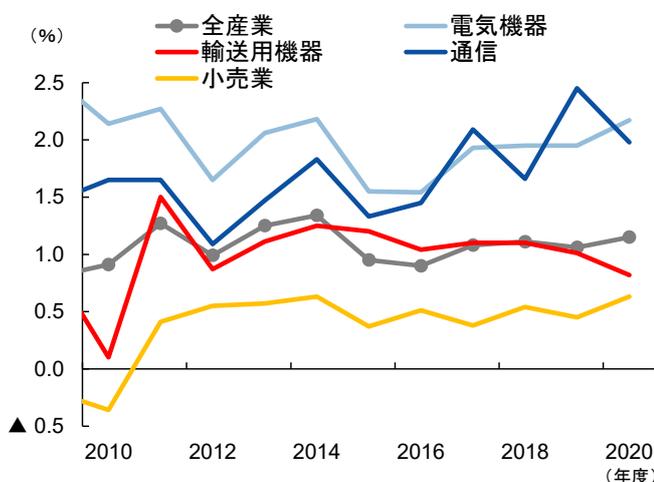
設備投資の内訳としては、能力増強投資等から情報化投資にシフトする動きがみられる（図表15）。省力化対応・コロナ対応のためのソフトウェア投資等が増加している（ただし、現状では業務プロセス改革のための投資が主流であり、新たな付加価値を生み出すようなDX（デジタルトランスフォーメーション）投資の進展には時間を要するとみられる）。

一方、持続的・構造的な投資需要として注目を集めるグリーン投資については、短期的には設備投

資を大きく押し上げるには至らないとみている。企業の設備投資スタンスを確認すると、足元でグリーン（環境対策）のウェイトは上昇傾向にあるものの、他項目に比べて未だ低水準だ（図表16）。また、当面は再エネ投資、EV関連の部材投資・研究開発等が顕在化する見込みである一方、内燃機関や製油所等、化石燃料関連の設備投資は減少する公算が大きい。

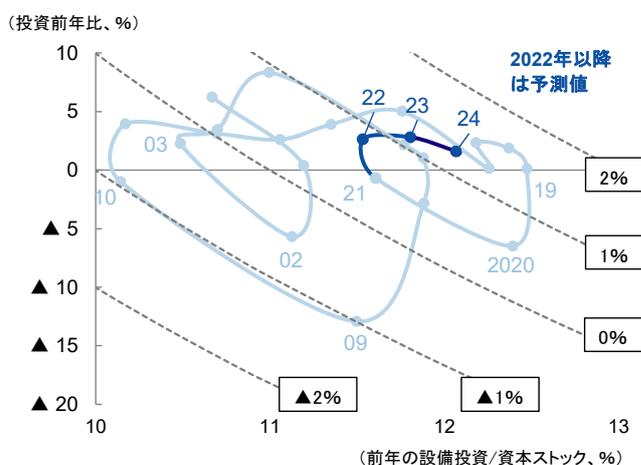
さらに、図表16のとおり、脱炭素化の取り組みへの理解不足、投資コストなどがグリーン投資本格化の障害になっているため、当面はグリーン投資の加速は見込み難く、本格的な加速は2024~2025年以降になるとみている（次回エネルギー基本計画改定（2024~25年）の過程で、政府は、排出削減目標（▲46%）に向けた取り組みを強め、欧州の事例などを参考に、補助金やカーボンプライシングが強化される可能性が高い。中小企業を中心に負担増への懸念が強いため、政府補助金をどこまで充実で

図表13 企業の業界需要見通し（今後5年間）



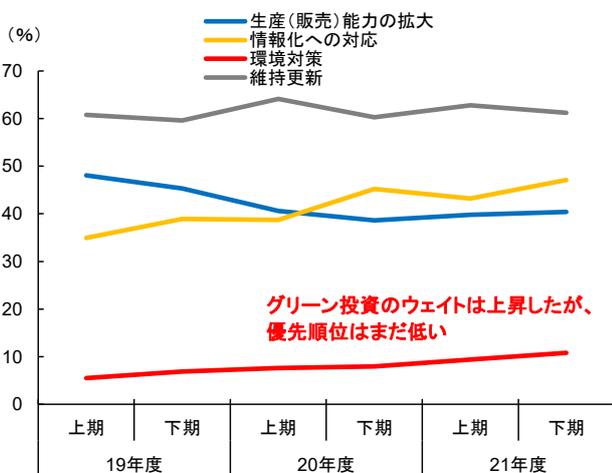
（出所）内閣府「企業行動に関するアンケート調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表14 民間部門・資本ストック循環図



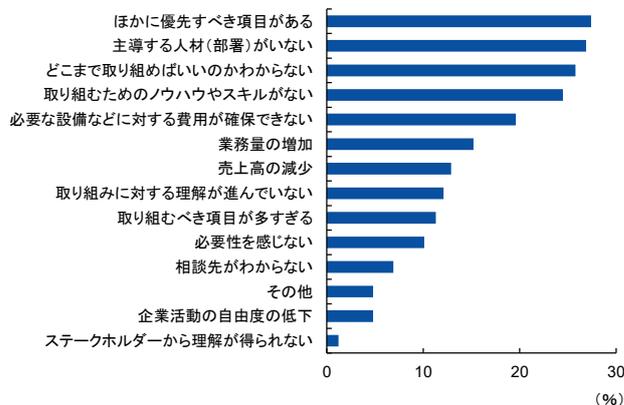
（注）1. 暦年ベース
2. 点線は、期待成長率に対応する設備投資前年比と資本ストック比率の組合せを表す
（出所）内閣府「国民経済計算」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表15 設備投資における重要項目



（注）1. 大企業、10項目中1社3項目以内の複数回答
2. 今年度における設備投資において重要度の高い項目を選択
（出所）財務省「法人企業景気予測調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表16 温室効果ガス（GHG）排出抑制に対する取り組み課題



（注）複数回答のため、合計は100%にならない
（出所）帝国データバンク「温室効果ガス排出抑制に対する企業の意識調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

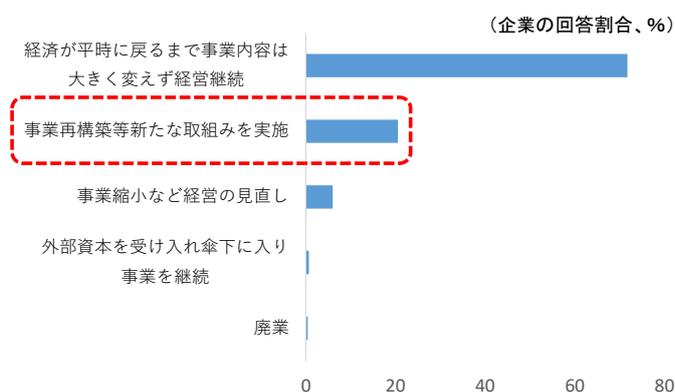
きるかが成否の鍵となるだろう)。

(5) 過剰債務が企業の重石に。業態転換が進まず、倒産増加のリスク

今後、懸念されるのが対人サービス業を中心とした過剰債務の存在だ。長引くコロナ禍で赤字が累積し、債務負担は高止まりしている。12月のアンケート調査で「過剰債務がある」と回答した企業は29.7%であるが、業種別にみると、宿泊業が81.8%、旅行や葬儀、結婚式場などが含まれる「その他の生活関連サービス業」が68.8%、飲食店が66.6%となっている。先述したようにインバウンド需要の回復が遅れることが見込まれる中、インバウンド需要への依存度が大きい宿泊業を中心に苦しい状況が続くとみられる(宿泊者数の延べ人数のうち外国人客は約2割を占める)。

過剰債務がある企業のうち、事業再構築等の取り組みを予定している企業は2割程度にとどまっている点は懸念材料だ(図表17)。政府の事業再構築補助金を活用しても業態転換には一定の自己資金が必要になることから、ニーズがあっても踏み出せないジレンマが発生しているケースもあるとみられる。2022年度以降、経済活動が再開されるに伴い、運転資金の需要は高まるとみられるが、一方で政府系金融機関による実質無利子・無担保融資等の資金繰り支援策は徐々に縮小されていくだろう。2021年の倒産件数は6,030件と歴史的な低水準になっているが、資金繰り支援策が縮小されることで徐々にコロナ禍前と同等程度の件数(年間8,000件以上のペース)に回帰していく可能性が高い。特に、過剰債務がある中で追加借入が困難になることで、黒字倒産が増加する懸念がある点には留意が必要だ(資金繰り支援縮小やインバウンド回復の遅れに伴う宿泊業等の倒産リスクについては酒井他(2021b)が詳しく考察している)。

図表 17 過剰債務がある企業の今後の対応



(出所) 東京商工リサーチ「第5回過剰債務アンケート」(2021年12月1日～9日調査)より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(6) 2022年のコアCPIは特殊要因を除けば2%台に。賃金の伸び悩みを背景に2023年は鈍化

消費者物価については、商品市況高騰の影響が波及することで2022年半ばにかけて上昇傾向が続くとみている。南(2021)が指摘したように、燃料価格変動とタイムラグがある電気代・ガス代については今後更に伸びが高まる見込みだ(原油価格の上昇から電気代等の消費者物価への波及には1~9カ月程度のラグがあり、少なくとも2022年9月頃までエネルギーの価格転嫁が続く見込みだ)。食料品についても、冷凍食品・スナック菓子・加工肉等の幅広い品目で食品メーカーが値上げを発表しており、今後も値上げが続く見通しだ。1月の世界食料価格指数は135.7(2014-16年平均=100)と2011年4月以来の記録的な水準まで上昇しており、小麦等を中心に国内の食料価格を押し上げる要因になるだろう。

4~6月期には、通信料値下げの影響が一部剥落し、コアCPIが前年比+1.6%と、消費増税の影響があった2015年3月以来の高い伸びになるとみている(図表18)。特殊要因(通信料、GoToトラベルによる宿泊料変動)を除くコアCPIは、2022年半ばにかけて2%台前半で推移することが見込まれ、夏の参議院選挙を控え、物価高が政治問題化する可能性もある。

ただし、酒井他（2021a）が指摘したとおり賃金の伸びを伴わないコストプッシュ型のインフレには持続性がなく、商品市況が落ち着くとともに2023年度にかけて0%台半ばまで鈍化する見通しだ。コロナ禍収束後の日本経済では、再び「なぜ日本の物価は上がらないのか」という議論が浮上するだろう。

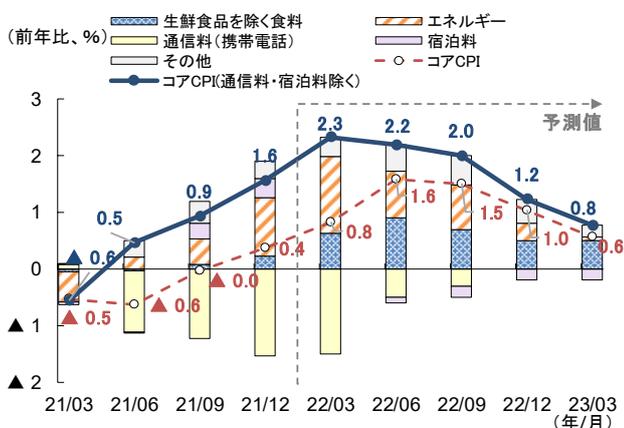
そもそも商品市況高騰にさらされている現在においても、日本の消費者物価は米国と比べて財・サービス全般的に伸び率が低い¹（図表19）。賃金・個人消費が弱く、BtoCでの価格転嫁が限定的である状況が継続していることが大きな背景であろう。財については、PB（プライベートブランド）が食料品価格を据え置く価格戦略を採用していることなどが価格競争を激化させている面もあると考えられる（酒井他（2021a）を参照）。家電等の耐久消費財については、EC浸透による下押し（Amazon Effect）も一因になっているとみられる（日本におけるAmazon Effectの評価については酒井（2018）やCavallo, A.（2017）²を参照）。そのほか、サービスについては大学授業料、病院サービス等の価格が制度的な要因により柔軟に変動しにくい面があることに加え³、家賃の経年劣化による品質調整（実質値上げ）が考慮されていないといった統計技術的な要因も影響している。

4. おわりに～日本経済の見通し総括と今後の課題

以上、日本経済の見通しについて考察してきた。オミクロン株のまん延により、2022年の日本経済は厳しいスタートを切ることになってしまった。それでも、オミクロン株による感染が収束し、経口治療薬・ブースター接種が普及することに伴い、4～6月期以降、経済活動の再開が見込まれるのは本稿で確認したとおりだ。実質GDPがコロナ禍直前（2019年10～12月期）の水準を取り戻すのは2022年4～6月期、2019年平均の水準を取り戻すのは同7～9月期を見込んでいる（世界的にも、新興国を含めて2023年には経口治療薬の普及が進み、医療ひっ迫懸念が後退することでコロナウイルスは「インフルエンザ化」していくだろう。世界経済は2023年には正常化に向かうとみている。世界経済の見通しについてはみずほリサーチ&テクノロジーズ（2022）を参照）。

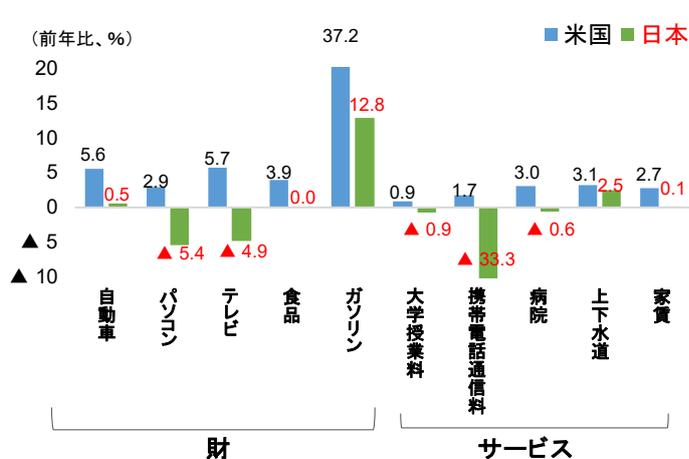
経済成長率については、2021年度は夏場のデルタ株感染拡大、年明け後のオミクロン株まん延による影響などから+2.4%にとどまる一方、2022年度はその反動で+3.7%の高成長を予測している（図

図表 18 コアCPIの見通し



(出所) 総務省「消費者物価指数」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表 19 品目別消費者物価上昇率の日米比較



(注) 日米とも、2021年1月～12月平均の対前年伸び率
(出所) 米労働省「Consumer Price Index」、総務省「消費者物価指数」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

表20)。2022年度後半には消費活動の正常化が見込まれるが、消費のデジタルシフト等でサービス分野のリベンジ消費は限定的とみているほか、物価上昇による実質所得の下振れが個人消費の下押し要因になる。それでも、前節で議論したとおり対人サービス消費が正常化するだけで2022年度GDPに対しては3%以上の押し上げになる。感染収束に伴い自動車等の生産が回復するほか、政府消費もコロナ感染懸念の後退に伴う一般医療需要の増加やワクチン接種進展・GoTo再開に伴う政府負担の増加等によって押し上げられ、成長率を押し上げるであろう。ただし、高生産性分野への労働移動は限定的で賃金の大幅な上昇が期待出来ず、コロナ禍後（2023年度以降）の個人消費はコロナ禍前と同等の緩慢な伸びに落ち着くとみている。また、新しい投資需要として期待されるグリーン投資についても、省エネ・再エネ投資やEVの部材投資等が見込まれるものの、当面は経済を大きく押し上げるほどの牽引力に乏しい。経済成長率は徐々にコロナ禍前の巡航速度（潜在成長率）に回帰していき、2023年度は+1.2%に鈍化すると予測している。

コロナ禍の収束後は、改めて日本経済の「底力」が問われることになる。経済活動が正常化しても、何もしなければコロナ禍前以上の加速は見込みにくい。雇用の流動化や企業の業態転換が進んでいない点については第3節で確認したとおりだが、コロナ禍後の日本経済の成長力を引き上げるには、労働者の成長分野への移動や企業の業態転換を促進し、賃金や個人消費の伸びを高めていく必要がある。

戦後最長にあと一歩と迫ったアベノミクス期の景気拡大局面においても、GDP成長率は年率1.2%程度の伸びにとどまったが、なかでも個人消費は年率で0.3%程度と伸び悩み（図表21）、これが多くの人々にとって景気回復の実感が得られない原因になった。アベノミクス期の経験を踏まえれば、日本経済の成長力を高める上ではGDPの5～6割を占める個人消費の増加が必要であり、そのためには賃金の持続的な上昇が必要になる。「科学技術立国の実現」によるイノベーションの促進、あるいは「デジタル田園都市国家構想」による地方創生はそれ自体として推進すべきだとしても、家計の購買力が高まらず需要が弱いままでは、国全体としての経済成長の実現につながらないだろう。

これまでの各種給付金や実質無利子・無担保融資等の資金繰り支援策、雇用調整助成金等の「止血

図表20 日本経済見通し総括表

		2020年度				2021年度 (見通し)				2022年度				2023年度				2024年度
		前期比、%	2.4	3.7	1.2	▲0.5	0.6	▲0.7	1.3	▲0.3	1.9	1.3	1.0	0.1	0.0	0.3	0.2	0.2
実質GDP	前期比、%	▲4.5	2.4	3.7	1.2	▲0.5	0.6	▲0.7	1.3	▲0.3	1.9	1.3	1.0	0.1	0.0	0.3	0.2	0.2
	前期比年率、%	—	—	—	—	▲2.1	2.4	▲2.7	5.4	▲1.0	7.9	5.2	3.9	0.3	0.1	1.0	0.6	0.7
内需	前期比、%	▲3.9	1.4	3.3	1.0	▲0.4	0.7	▲0.8	1.1	▲0.3	1.8	1.1	0.8	0.1	▲0.0	0.2	0.2	0.2
民需	前期比、%	▲6.2	1.9	3.6	1.1	▲0.3	1.0	▲1.2	1.9	▲0.5	1.9	1.2	0.8	0.1	▲0.0	0.2	0.2	0.2
個人消費	前期比、%	▲5.4	2.5	3.9	1.2	▲0.8	0.7	▲0.9	2.7	▲1.4	2.3	1.3	0.7	0.6	▲0.2	0.1	0.1	0.1
住宅投資	前期比、%	▲7.8	▲1.1	▲1.7	▲0.6	0.9	1.0	▲1.6	▲0.9	0.4	▲0.7	▲1.6	1.6	0.1	▲0.4	▲0.4	▲0.4	▲0.4
設備投資	前期比、%	▲7.5	1.3	3.5	2.2	0.4	2.0	▲2.4	0.4	0.9	1.5	1.4	0.9	0.1	0.6	0.6	0.4	0.5
在庫投資	前期比寄与度、%Pt	(▲0.2)	(▲0.1)	(0.0)	(▲0.2)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(▲0.1)	(0.2)	(▲0.0)	(0.0)	(0.0)	(▲0.3)	(▲0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
公需	前期比、%	3.0	▲0.1	2.4	0.8	▲0.8	▲0.1	0.2	▲0.9	0.3	1.5	1.0	0.6	0.1	▲0.1	0.3	0.3	0.2
政府消費	前期比、%	2.5	1.9	2.7	0.8	▲0.6	0.7	1.1	▲0.3	0.4	1.4	0.7	0.4	0.2	▲0.1	0.2	0.2	0.2
公共投資	前期比、%	5.2	▲7.5	1.3	1.2	▲1.6	▲3.3	▲3.0	▲3.3	▲0.5	1.5	1.9	1.3	▲0.3	▲0.3	0.5	0.5	0.4
外需	前期比寄与度、%Pt	(▲0.6)	(1.0)	(0.5)	(0.2)	(▲0.1)	(▲0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(▲0.0)	(0.1)	(0.0)	(▲0.0)	(▲0.0)
輸出	前期比、%	▲10.5	12.6	5.4	3.0	2.2	3.1	▲0.3	1.0	0.8	2.1	1.8	1.3	0.4	0.8	0.7	0.4	0.5
輸入	前期比、%	▲6.7	6.2	2.7	2.0	3.0	3.8	▲0.9	▲0.3	0.5	1.6	1.1	0.3	0.5	0.4	0.4	0.5	0.6
名目GDP	前期比、%	▲3.9	1.2	4.6	1.9	▲0.4	0.2	▲1.0	0.5	0.3	2.3	2.2	0.3	0.9	0.4	0.5	▲0.9	0.7
GDPデフレーター	前年比、%	0.7	▲1.1	0.9	0.7	▲0.2	▲1.1	▲1.2	▲1.3	▲0.8	▲0.3	1.1	1.3	1.5	1.7	0.9	0.3	0.1
内需デフレーター	前年比、%	▲0.3	1.0	1.0	0.3	▲0.4	0.2	0.5	1.2	1.9	1.7	1.6	0.8	0.1	0.3	0.2	0.4	0.3

(注) 網掛けは予測値

(出所) 内閣府「四半期別GDP速報」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

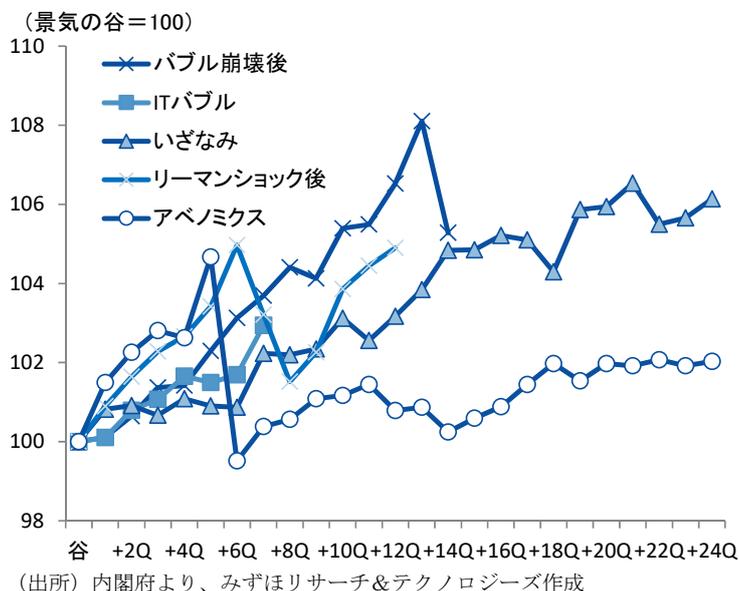
策」（倒産・失業の抑止策）は役割を終える（むしろ、終えなければならない。倒産を抑制するための給付措置や公的な信用補完を続けるのは財政の観点から限界があることに加え、不採算企業が存続してしまう懸念もある）。今後は、雇用・産業の流動化を高める施策に舵を切ることが求められる。

雇用流動化に向けては、政府が公的支出により労働者のスキル獲得を支援する取り組みを拡充させる必要があるだろう。非正規雇用や転職の増加などを受けて、民間企業では人材投資のインセンティブが抑制される懸念があることから、政府が公的支出により人々の能力開発支援を行うことには市場の失敗を補完する観点から意義がある。公的職業訓練など「積極的労働政策」に対する日本の公的支出のGDP比は国際的に見て低い（OECD Statsによれば、2019年時点で、OECD平均0.63%に対して日本は0.15%にすぎない）。デジタル化・グリーン化の潮流に対応したスキルなどを習得するための公的な支援をより大胆に拡充していくことは検討に値するだろう。人々がスキルを獲得し、労働市場での価値を高めることが出来れば、全体の賃金引上げにもつながっていくと考えられる。

企業に対しては、政府と金融機関等が連携し、異業種間のビジネスマッチングや業態転換における金融支援、好事例の横展開などビジネスノウハウの提供、さらには後継者不足等で廃業リスクのある事業者に対するM&A仲介等を推進していく必要があるだろう。酒井他（2021b）が指摘しているように、企業の強み・弱みや事業環境を踏まえ、提供するサービスや導入する設備、価格設定や収益化スケジュールなど、合理的な事業計画の作成を金融機関等が支援することが重要だ。

人々がスキルを習得したり、企業が業態転換を進めたりするにはある程度の準備期間が必要であり、一朝一夕に成果が出るものではない。岸田政権が掲げる「成長と分配の好循環」の成否は、意欲のある労働者や企業に対して十分な支援が届けられるかどうかにかかっていると言える。持続的な賃金の上昇が実現出来れば、人々の将来不安の緩和にもつながり、消費が増加することが期待できる。企業の収益期待を向上させることができれば、更なる賃上げにもつながるだろう。人や企業への支援が不十分なままで企業に賃上げを要請しても「成長と分配の好循環」の実現は困難だというのがアベノミクス期の教訓ではないだろうか。

図表 21 個人消費の局面比較



【参考文献】

酒井才介（2018）「E C 市場の光と影～E C 拡大で物価は下押し。高齢層の消費拡大が鍵～」、みずほ総合研究所『みずほインサイト』、2018年7月12日
 酒井才介（2022）「個人消費を中心に年率+5.4%の高成長（10～12月期1次QE）」、みずほリサーチ&テクノロジーズ『QE解説』、2022年2月15日
 酒井才介・川畑大地・嶋中由理子・中信達彦・南陸斗（2021a）「商品市況高騰の日本経済への影響～

交易条件悪化で企業・家計に10兆円の負担増〜」、みずほリサーチ&テクノロジーズ『みずほインサイト』、2021年12月22日

酒井才介・川畑大地・服部直樹・岡田豊（2021b）「倒産増加リスクをどうみるか〜資金繰り支援縮小やインバウンド回復の遅れが逆風〜」、みずほリサーチ&テクノロジーズ『みずほインサイト』、2021年8月6日

酒井才介・宮嶋貴之・田村優衣（2018）「所得拡大促進税制の改正による賃上げ促進効果をどうみるか」、みずほ総合研究所『みずほインサイト』、2018年3月22日

嶋中由理子（2022）「必需品の価格上昇で家計に逆進的な負担発生〜低所得世帯の負担は消費増税2%超に相当するインパクト〜」、みずほリサーチ&テクノロジーズ『Mizuho RT Express』、2022年1月27日

服部直樹（2022）「東京の感染ピークアウトは2月前半に〜今から緊急事態宣言を発令するメリットは限定的〜」、みずほリサーチ&テクノロジーズ『Mizuho RT Express』、2022年2月4日

服部直樹・酒井才介・中信達彦・南陸斗（2022）「オミクロン株まん延と日本経済〜感染第6波で1〜3月期個人消費が約2兆円下振れ」、みずほリサーチ&テクノロジーズ『みずほインサイト』、2022年1月21日

みずほリサーチ&テクノロジーズ（2022）「2022・2023年度 内外経済見通し〜米国のインフレは長引くも、世界経済は着実な回復基調が続く」、2022年2月18日

南陸斗（2021）「商品市況の高騰で高まる消費者物価〜2022年はエネルギー・食品価格が押し上げ要因に〜」、みずほリサーチ&テクノロジーズ『みずほインサイト』、2021年11月17日

南陸斗（2022）「低所得世帯への打撃が大きい物価上昇〜教育費減少で教育格差拡大の懸念〜」、みずほリサーチ&テクノロジーズ『Mizuho RT Express』、2022年1月24日

Alberto Cavallo（2017）, “Are Online and Offline Prices Similar? Evidence from Large Multi-Channel Retailers,” *American Economic Review* 2017, 107(1):283-303

¹ 米国については良好な雇用環境と資産効果を背景にした消費の底堅さ、労働需給のひっ迫、賃金の上昇といった要因が重なっていることが高インフレにつながっている。詳しくはみずほリサーチ&テクノロジーズ（2022）を参照。

² 日本はインターネット販売価格が店頭販売価格に対して平均で約13%低く、他国と比較して突出してインターネット販売価格の割引率が大きいことを示している。実店舗販売の場合は人件費や運営費が必要となるため、人手不足が深刻化する日本において、インターネット販売価格の方が相対的に低く抑えられる傾向は今後も続くだろう。

³ 診療報酬制度により診療・治療行為などについて点数（公定価格）が定められているほか、国立大学の授業料については省令により基準額が定められている。

【共同執筆者】

経済調査チーム	首席主任エコノミスト	酒井才介	saisuke.sakai@mizuho-ir.co.jp
経済調査チーム	首席主任エコノミスト	服部直樹	naoki.hattori@mizuho-ir.co.jp
経済調査チーム	エコノミスト	嶋中由理子	yuriko.shimanaka@mizuho-ir.co.jp
経済調査チーム	エコノミスト	川畑大地	daichi.kawabata@mizuho-ir.co.jp
経済調査チーム	エコノミスト	諏訪健太	kenta.suwa@mizuho-ir.co.jp
経済調査チーム		中信達彦	tatsuhiko.nakanobu@mizuho-ir.co.jp
経済調査チーム		南陸斗	rikuto.minami@mizuho-ir.co.jp

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償のみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。