

QE 予測

2022年10月31日

年率+0.9%のプラス成長を 予測（7~9月期1次QE）

調査部 経済調査チーム
 主席エコノミスト
酒井才介
 080-1069-4626
 saisuke.sakai@mizuho-rt.co.jp

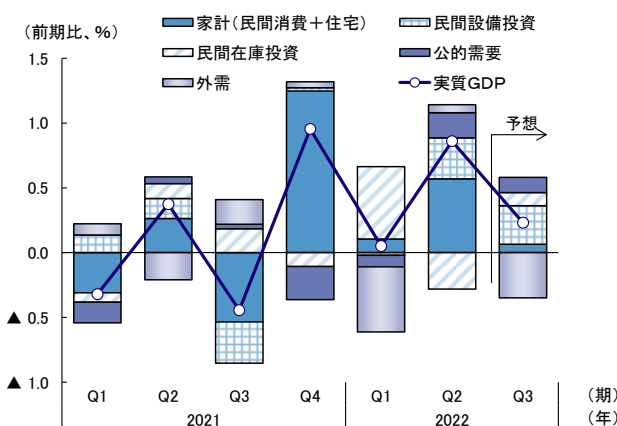
- 7~9月期の実質GDPは前期比+0.2%（年率+0.9%）を予測。感染第7波や物価高を受けて個人消費が伸び悩んだほか、海外経済の減速・半導体サイクルの悪化が輸出を下押しし、低成長
- 10~12月期は全国旅行支援の実施や水際対策の緩和を受けてサービス消費やインバウンド需要が回復に向かう一方、物価高や海外経済の減速が下押し要因になり、回復ペースは緩やかに
- 米国・欧州の景気後退が先行きの大きな下押し要因。サービス消費・インバウンド需要の回復により日本経済はプラス成長を維持する公算が大きいとみるが、人手不足の深刻化が懸念材料

7~9月期の実質GDPは前期比+0.2%（年率+0.9%）と4期連続のプラス成長を予測

11月15日（火）、内閣府より7~9月期の「四半期別GDP速報（1次QE）」が公表される。現時点で入手可能な基礎統計を用いて推計すると、同期の実質GDPは前期比+0.2%（年率+0.9%）と予測される（図表）。

感染第7波を受け、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」）が低迷したほか、物価高の影響で低所得者を中心に節約志向が強まり、個人消費が伸び悩んだ。海外経済の減速等で輸出が下押しされて外需はマイナスに寄与し、低成長にとどまったとみられる。

図表 2022年7~9月期GDP（1次速報）予測



	2021 7~9	10~12	2022 1~3	4~6	7~9
実質GDP	▲0.4	1.0	0.1	0.9	0.2
(前期比年率)	▲1.8	3.9	0.2	3.5	0.9
(前年比)	1.2	0.5	0.6	1.6	2.0
内需	▲0.6	0.9	0.6	0.8	0.6
民需	▲0.9	1.6	0.9	0.8	0.6
	(▲0.7)	(1.2)	(0.6)	(0.6)	(0.5)
個人消費	▲0.9	2.4	0.3	1.2	0.2
住宅投資	▲1.8	▲1.3	▲1.4	▲1.9	▲1.2
設備投資	▲2.0	0.2	▲0.1	2.0	1.9
在庫投資	(0.2)	(▲0.1)	(0.6)	(▲0.3)	(0.1)
公需	0.1	▲1.0	▲0.3	0.7	0.4
	(0.0)	(▲0.3)	(▲0.1)	(0.2)	(0.1)
政府消費	1.1	▲0.3	0.4	0.7	0.2
公共投資	▲3.3	▲3.7	▲3.2	1.0	1.4
外需	(0.2)	(0.0)	(▲0.5)	(0.1)	(▲0.3)
輸出	0.0	0.6	0.9	0.9	1.4
輸入	▲1.1	0.4	3.5	0.6	3.2
名目GDP	▲0.4	0.4	0.4	0.6	▲0.1
GDPデフレーター(前年比)	▲1.1	▲1.3	▲0.5	▲0.3	▲0.6

(注) 表の数値は言及しない限り実質前期比。()内はGDPへの寄与度
 (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

感染第7波や物価高を受け、個人消費は弱い伸びに

需要項目別にみると、個人消費は前期比+0.2%（4～6月期同+1.2%）と4期連続のプラスになるも、低い伸びにとどまると予測する。感染第7波を受けて消費行動が慎重化し、対人サービスが停滞したことで、回復が再び足踏みしたとみられる。

7月に入り全国的に感染者数が急増し、1日当たりの新規感染者数は第6波ピークを大幅に超過した。政府はこれまでのまん延防止等重点措置のような行動制限を実施しなかった一方、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を中心に自主的に外出を自粛する動きが広がり、7～8月にかけて人出が減少した。9月には感染のピークアウトに伴い人出は回復したものの、7～8月にかけての人出の減少が7～9月期の対人サービスなど個人消費の下押し要因になることは避けられない。

加えて、物価高が引き続き個人消費の回復を阻害した。名目賃金はプラスで推移しているものの物価の伸びが上回り、足元の実質賃金は前年比マイナス幅が拡大傾向で推移している（サンプル替え等を踏まえた断層調整済みの実質賃金は8月で前年比▲2.3%と試算される）。コロナ禍で積み上がった超過貯蓄が物価高の影響を和らげることで、個人消費は腰折れするまでには至っていないものの、低所得者層は貯蓄が増えておらずバッファーが小さいため物価高が消費抑制につながりやすい。低所得者層を中心に生活必需品以外の支出削減を余儀なくされる状況が続いたことで、個人消費が下押しされたとみている。

設備投資は2期連続のプラス。設備投資計画は過去最大の伸びを更新も、下振れリスクが大きい

設備投資は前期比+1.9%（4～6月期同+2.0%）と、2期連続のプラスを予測する。デジタル化・省力化関連のソフトウェア投資などが引き続き増加したほか、前年度から繰り越された投資需要の顕在化が押し上げ要因になったとみられる。

日銀短観（9月調査）をみると、2022年度の設備投資計画（全規模・全産業、ソフトウェア・研究開発投資を含み土地投資を除く）は、前年度比+14.9%と過去最大の伸びとなった6月調査（同+13.1%）から一段の上方修正となった。非製造業では感染拡大の一服や旅行需要の回復を織り込む動きが広がっているほか、製造業も企業収益が高水準で推移していることに加えて脱炭素化に向けた投資等が押し上げに寄与しているとみられる。

ただし、海外経済の減速や一段の円安進展による輸入コスト増は、業績下振れ懸念を高め、投資マインドを下押しする可能性が高い。先行きの設備投資は計画対比で（過去の平均的な修正パターン以上に）下振れる可能性が大きい点には留意が必要だ。

住宅投資はマイナス。民

民間需要のその他項目は、住宅投資が前期比▲1.2%（4～6月期同▲1.9%）

間在庫投資は生産回復を受けてプラス寄与

と5期連続のマイナスが見込まれる。建設工事費の高騰が下押ししたとみられる。

在庫投資の寄与度は+0.1%Pt（4～6月期：▲0.3%Pt）を予測する。上海ロックダウン解除による物流・生産の回復を受けて増加したとみられる。ただし、法人企業統計（12月1日公表予定）の結果が反映される2次速報値（12月8日公表予定）で修正される可能性がある。

公的需要は増加。防災・減災、国土強靭化関連の公共事業進捗で公共投資はプラス。政府消費も増加

公的需要は、前期比+0.4%（4～6月期同+0.7%）と2期連続のプラスが見込まれる。2021年度補正予算を受けて防災・減災、国土強靭化関連の公共事業が進捗したことが押し上げ要因になり、公共投資は前期比+1.4%（4～6月期同+1.0%）と2期連続で増加した模様である。政府消費については、医療需要の増加などがプラスに寄与し、前期比+0.2%（4～6月期同+0.7%）と3期連続で増加したとみられる。

輸出はプラス。上海のロックダウン影響が一服した一方で海外経済減速や半導体サイクル悪化が下押し。外需寄与度はマイナス

輸出は前期比+1.4%（4～6月期同+0.9%）の増加を予測している。4～6月期の下押し要因になった上海のロックダウンによる影響が一服したこと等に伴い、自動車を中心に財輸出が回復基調で推移したほか、水際対策の緩和でサービス輸出（旅行受取）が増加したことで、プラスで推移したとみている。しかし、海外経済の減速や半導体サイクルの悪化が下押し要因になり、米国向けを中心に力強さを欠いたとみられる。

輸入については、上海ロックダウン影響のはく落を受けて化学製品や電気製品などを中心に中国からの輸入が持ち直したほか、水際対策の緩和により出国者が増加してサービス輸入（旅行支払）も増加したことから、前期比+3.2%（4～6月期同+0.6%）と4期連続で増加したとみられる。

輸入の伸びが輸出の伸びを上回ったことを受けて、純輸出の実質GDP成長率に対する寄与度は▲0.3%Pt（4～6月期+0.1%Pt）と成長率に対してマイナスに寄与したと予測される。

10～12月期以降は対人サービス消費やインバウンド需要の回復が押し上げに寄与するも、欧米の景気後退入り等が下押し要因になり、回復ペースは緩やかに

以上のように、7～9月期の日本経済は、個人消費や輸出の伸び悩みを主因として、小幅のプラス成長にとどまったとみられる。コロナ禍からの経済活動の回復は続いているが、7～9月期はやや足踏みといったところだろう。

10～12月期以降については、後述の物価高が財を中心に個人消費の下押し要因になる一方、政府による「全国旅行支援」が実施されることで対人サービスを中心に個人消費の押し上げが見込まれる。みずほリサーチ&テクノロジーは、全国旅行支援について1～3月期までの延長を想定した上で、経済効果は波及効果を含めて約1.1兆円（2022年度GDPを+0.2%押し上げ）と試算している。水際対策の緩和を受けてインバウンドの受入が徐々に拡大することも経済活動の押し上げに寄与するだろう。

コロナ禍の影響が長引く中、日本はこれまで欧米対比で経済活動の回復が

遅れてきたが、その分回復余地が残されている状況だ。個人消費の15%程度を占める対人サービス消費が2022年度末までに(リベンジ消費とまではいなくても) コロナ禍前に近い水準まで回復していくことで、GDPを2%以上押し上げることが期待される。インバウンドの本格回復は中国のゼロコロナ政策解除後の2023年後半以降を見込むが、水際対策緩和・円安を受けてインバウンドの受入拡大が進むことで2023年度にかけてGDPを+0.9%押し上げると試算している。

一方で、急速な利上げやロシアからの天然ガス供給縮小等に伴い、欧米は景気後退入りが見込まれる。米国・ユーロ圏とも年末以降マイナス成長に陥るとみられ、輸送用機械、電気・電子、設備機器などの輸出が下振れるほか、設備投資も下押しされる公算が大きい。欧米の景気後退を中心とした海外経済の減速が先行きの日本経済の最大の逆風になるだろう(みずほリサーチ&テクノロジーズは、2022年の世界経済成長率は+2.3%、2023年は+1.6%と一段の低成長に陥ると予測している)。

前述したとおりサービス分野の回復が下支えすることで、2022年度から2023年度にかけて日本経済はプラス成長を維持し、主要先進国が軒並みマイナス成長の中で相対的には堅調に推移するとみているが、回復ペースは緩やかにならざるを得ないだろう。現時点で、10~12月期、2023年1~3月期はいずれも年率0%台半ば程度の低成長が継続するとみている。2022年度の経済成長率は+1.5%(2023年度は+0.9%)と予測している。

サービス業の人手不足深刻化が懸念材料に。客単価の引き上げが鍵に

加えて、回復が見込まれるサービス業において人手不足が深刻化しつつある点は懸念材料だ。厚生労働省「労働経済動向調査」によると、パートタイム労働者の過不足判断DIは宿泊・飲食サービスではコロナ禍前(2019年平均)を既に上回る人手不足となっている。前述のとおり対人サービス消費やインバウンド需要の回復がこれから本格化することを踏まえると、人手不足感はさらに深刻化すると考えられる。

人手不足で稼働率が引き上げられない場合、収益を確保するためには客単価の引き上げが鍵になる。客数を十分に増加させられないのであれば、1人当たりの消費額を引き上げることで売上を増やす必要があるからだ。高付加価値型施設(リゾートホテルや高級レストラン等)は国内外の高所得者を中心とした一部のリベンジ消費を取り込むことで客単価を引き上げ、収益を確保できる余地があるとみられる一方、価格競争圧力が厳しく、客単価を引き上げにくい業態・企業は苦境に立たされる公算が大きい。宿泊業の中でもビジネスホテルや簡易宿所(カプセルホテル等)はコロナ前のインバウンドブームを受けた客室数増加により厳しい価格競争が継続している。飲食業では、中低所得者をターゲットとした居酒屋・ファミレス等で支出単価が弱い

ドル円相場は年末にかけて150円台半ばを試す展開を予想。10～12月期のコアCPI前年比は+3%台後半まで上昇する見通し

政府の総合経済対策が2022年度GDPを+0.1%、2023年度GDPを+1.1%押し上げと試算。ガソリン・電気・ガス料金抑制は2023年CPIを▲1.3%Pt下押し

動きとなっている。こうした業態では、資源価格の高騰や円安を受けて原材料費等が上昇する中、仕入コストの上昇を売上増で吸収出来ず、倒産・廃業が増加する可能性がある点に留意が必要だ。

国民にとって目下大きな関心対象となっているのが急速な円安と物価高である。労働需給のひっ迫によるインフレ圧力が強い米国では、物価抑制のためにFRBが2023年初にかけて政策金利を4.5～4.75%まで引き上げる見通しだ。米国の長期金利が2022年末にかけて4%前後で推移すると見込まれる中、日米金利差拡大を受けてドル円相場は1ドル＝150円台半ばまで円安が進展する可能性が高いとみている。さらなる円買い介入が実施される可能性も十分にあるだろう（ジリ安基調の円安では水準感に目配りした介入の可能性も排除できないとみている）。

急速な円安進展を受け、輸入物価の高騰が続くことで（9月の輸入物価は前年比48.0%と伸びが加速しており、円ベースの伸び幅の6割近くが円安による押し上げとなっている）、消費者物価にも上昇圧力が生じている。9月のコアCPIは前年比+3.0%と、1991年8月以来の前年比+3%台に達したほか、10月の都区部コアCPIは同+3.4%と1982年6月以来、実に40年ぶりの伸びに達した（消費増税の影響除く）。10月は主要食品メーカー値上げ品目数が今年最多となる等、先行きも飲食料品や耐久財等幅広い品目で値上げが続く見込みだ。昨年の通信料値下げの影響が剥落する効果も相まって、10～12月期のコアCPIは前年比+3%台後半まで伸び幅を高める公算が大きい。実質賃金前年比のマイナス幅はさらに拡大し、低所得者を中心に個人消費が下押しされる状況が続くだろう。

こうした中、政府は、10月28日に「物価高克服・経済再生実現のための総合経済対策」を閣議決定した。「物価高騰・賃上げへの取り組み」「円安を活かした「稼ぐ力」の回復・強化」「新しい資本主義の加速」「国民の安全・安心の確保」の4本柱で構成され、「今後への備え」（予備費4.7兆円）と合わせ財政支出は39.0兆円（うち国費29.6兆円を補正予算で確保）、事業規模は76.1兆円とされている。企業・家計向けのエネルギー価格抑制策、国土強靱化関連の公共事業、インバウンド受入拡大・輸出拡大に係る企業支援等を中心に、7兆円程度の経済効果が2022～23年度に発現し、2022年度GDPを+0.1%、2023年度GDPを+1.1%押し上げると試算している。

特に物価高への対応が対策の目玉であり、ガソリン代・電気代・ガス代の抑制により、2023年のコアCPIを▲1.3%Pt程度下押しすると試算される（みずほリサーチ&テクノロジーズの原油価格の予測等を踏まえて試算）。それにより2023年の家計負担は4.9万円程度抑制される計算だ（商品市況の一般に伴い段階的に補助額が縮小されていくとみているが、原油価格は米国の戦

略備蓄買戻しや継続的なOPECプラスの供給コントロール方針、生産コスト増等を踏まえると先行きの下落ペースは緩慢なものに留まるとみられ、燃料油価格の激変緩和措置、電気代・ガス代抑制策については10月以降も延長される可能性が高いとみている)。

もっとも、こうした対策はあくまで一時的な「止血策」であり、中期的には、賃上げの促進等を通じてコスト高に対する日本経済の耐性を構造的に強化する必要がある。前述したとおり今回の対策でリスクリング支援等の「人への投資」の施策パッケージを5年間で1兆円に拡充する方針が掲げられたが、方向感としては歓迎すべきである一方、経済成長率を欧米並みに引き上げるには依然として力不足である(みずほリサーチ&テクノロジーズは、日本の成長率を欧米並みに引き上げるために、官民で年間4兆円程度の人的資本投資が必要であると試算し、現状対比の追加額は年間2.3兆円、うち1.3兆円を公費負担すべきであると指摘している)。現在の職業訓練政策の課題(特に非正規雇用者、雇用保険の受給資格がない個人向けの職業訓練プログラムの不足)を踏まえて拡充内容を設計する必要があるだろう。

また、ガソリン代・電気代・ガス代の抑制策は高所得者を含めて一律に恩恵が広く及ぶため(この点は野党が主張する消費税減税も同様である)、物価高に対する生活支援策としては低所得者に対象を絞った施策の方が費用対効果は大きい。自治体と連携して行政のデジタル化を推進し、家計の所得状況を行政がタイムリーに把握し、真に支援が必要な層にピンポイントでプッシュ型給付を実現する仕組み(インフラ)を構築することが急務であろう。

【PR】 YouTube[®]動画「MHRT Eyes」・各種 調査レポート (無料) を配信中! (「YouTube」は Google LLC の登録商標です)

～国内外の経済・金融動向など幅広い分野について、エコノミスト・研究員が専門的な知見をご提供～

▽メルマガ (登録無料) では、配信をいち早くお知らせしております。下記より是非お申込みください

<https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/mailmagazine/research/index.html>



(QRコードはデンソーウェブの登録商標です)

お問い合わせ：みずほリサーチ&テクノロジーズ株式会社 調査部メールマガジン事務局

(03-6808-9022, chousa-mag@mizuho-rt.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で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。