

QE 予測

2022年12月1日

# 年率▲1.2%と1次速報とほぼ同じ成長率を予想 (7~9月期2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

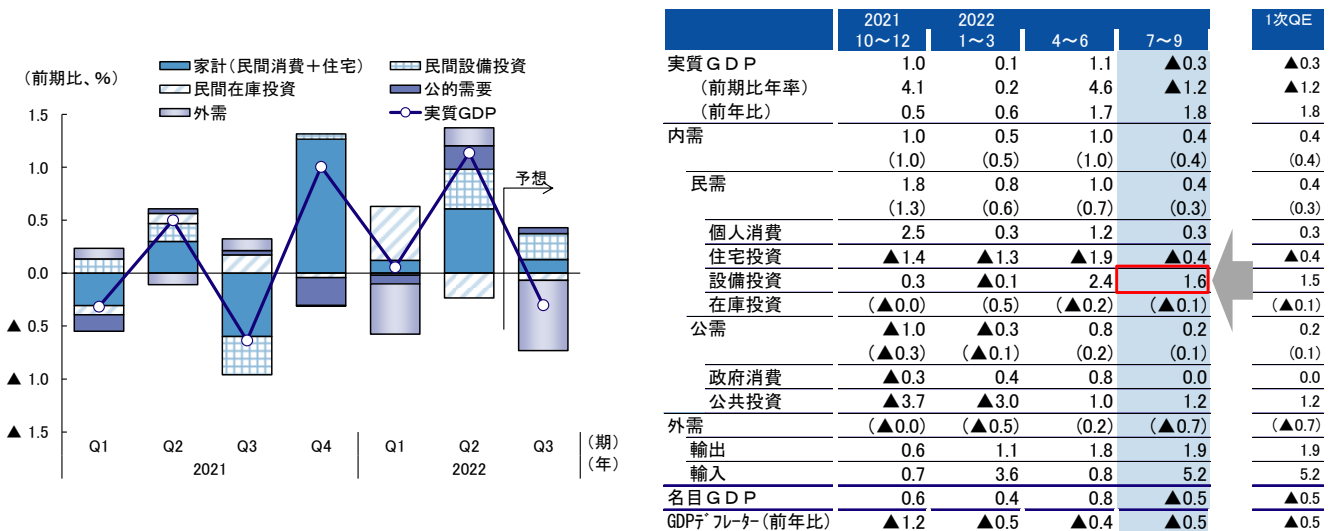
- 7~9月期の実質GDP(2次速報値)は、法人企業統計の公表などを受け、前期比▲0.3% (年率▲1.2%) と1次速報の前期比▲0.3% (年率▲1.2%) からほぼ変わらないと予測
- 設備投資が小幅な上方修正。感染第7波や物価高を受けた個人消費の伸び悩み、輸入の大幅増加でマイナス成長との構図は変わらず。年次推計の反映や推計方法の変更等による遡及改定に留意
- 10~12月期は物価高や海外経済の減速が下押しになるが、全国旅行支援や水際対策の緩和を受けたサービス消費・インバウンド需要の回復、輸入の反動減で年率+2%程度のプラス成長に

## 7~9月期の実質GDP (2次速報) は1次速報とほぼ同じ成長率を予想

12月8日(木)に内閣府から7~9月期の「四半期別GDP速報(2次速報値)」が公表される。本日発表された法人企業統計などを受けて推計したところ、実質GDP成長率は前期比▲0.3% (年率▲1.2%) と、1次速報の年率▲1.2% からほぼ変わらないと予想する(図表)。設備投資が小幅に上振れるものの、需要項目で大きな修正はなされないとみている。

国内最終需要は設備投資を中心にプラスで推移した一方、生産活動の再開や海外への大口支払い等で輸入が大幅に増加したことを受けて4期ぶりのマイナス成長になったとの構図は変わらないだろう。

図表 2022年7~9月期 GDP (2次速報) 予測



(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

**設備投資は小幅な上方修正、在庫投資は変わらず**

法人企業統計季報によると7～9月期の設備投資（ソフトウェアを含む、金融・保険を除く全産業、季節調整値）は前期比+2.4%（4～6月期同+4.1%）と2四半期連続のプラスとなった。製造業が同▲2.3%（4～6期同+6.6%）と減少した一方、非製造業は同+5.1%（4～6月期同+2.8%）2四半期連続で増加した。

法人企業統計の結果にサンプル調整などを施した上で推計すると、GDPベースの実質設備投資は、前期比+1.6%と1次速報（同+1.5%）から小幅な上方修正となる見通しだ。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の見方は変わらない。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とみられる。製造業も前期の大幅増の反動に加え、海外経済の減速や半導体市況の悪化による影響が出ているものの、企業収益は引き続き高水準で推移しているほか、自動車や電気機械等のEV関連投資、素材業種の研究開発投資など脱炭素化に向けた投資も押し上げに寄与しているとみられ、均してみれば増加基調で推移している。

民間在庫投資は、法人企業統計による原材料在庫や仕掛品在庫の推計値が加わるが、実質GDP前期比に対する寄与度は1次速報（同▲0.1%Pt）から変わらないと予想する。

**公共投資も変更なし**

公共投資については、9月分の建設総合統計の結果が反映されるが、1次速報（同+1.2%）からほぼ変わらないと予想する。2021年度補正予算を受けて防災・減災、国土強靱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、公共投資はプラスが続いたとみている。政府消費も1次速報時点（同+0.0%）から変わらず、公的需要全体でも1次速報（同+0.2%）からほぼ変わらないと予想する。

**個人消費、外需も変更なし**

個人消費については、1次速報段階で明らかでなかった9月のサービス産業動向調査の結果が織り込まれるが、1次速報時点（同+0.3%）からほぼ変わらないと予想する。1次速報において、内閣府は業界統計や業界大手企業のデータ等を用いて9月値を補外する処理を行っており、2次速報での修正幅は限定的とみている。

外需についても、1次速報時点で9月の国際収支統計まで反映されていることから、ほぼ修正はされないだろう。なお、1次速報ではサービスを中心とした輸入の大幅増加が目立ったが、生産活動の回復や出国者の増加に加え、海外の広告関連企業への大口支払いといった一時的とみられる要因が重なったことによるものであり、10～12月期には反動減が見込まれる。

**今回の2次速報では年次推計の反映や推計方法の**

なお、今回の2次速報では、2021年度国民経済計算年次推計（支出側系列等）が反映されるほか、推計方法の変更（供給側QE推計における推計品目の

**変更によりGDPが過去に  
遡って改定される点に留  
意が必要**

**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**

細分化、家計最終消費支出の推計における需要側と供給側の統合比率の見直し、季節調整におけるコロナ禍の異常値処理ダミー変数の修正等)によりGDPが過去に遡って改定される。本予測ではこれらの影響は織り込んでいないが、7～9月期前期比に加えて年度成長率が大幅に変化する可能性がある点には留意が必要だ。

以上より、7～9月期の実質GDP（2次速報値）は1次速報からほぼ変わらず、個人消費の伸び悩みや輸入の大幅増加を主因としてマイナス成長になったとの絵姿は変わらないだろう。国内最終需要については設備投資を中心にプラスで推移し、ヘッドラインの数字ほど内容は悪くないとの評価も変わらないとみている。

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、感染第7波の収束に加えて政府による「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増加が見込まれる。JCB/ナウキャスト「JCB 消費 NOW」で対人サービス消費（新系列基準、みずほリサーチ&テクノロジーズによる季節調整値）の推移をみると、10～11月前半平均の対人サービス消費は7～9月期対比+7.2%と大きく増加している（特に旅行は同+52.0%、宿泊は同+11.5%と大幅に増加している）。娯楽はコロナ禍前水準を大幅超過している一方で旅行や宿泊はまだ回復途上だが、水準は2020年のGoToキャンペーン実施時を上回る（10～11月前半平均の対人サービス消費全体でみて2019年平均対比▲5.8%と、コロナ前の水準近くまで回復してきている）。みずほリサーチ&テクノロジーズは、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。

さらに、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。10月の訪日外客数は、前月の約2.5倍に拡大しており（9月：20.7万人→10月：49.9万人）、水準は未だコロナ前の約20%程度と低いものの回復ペースは加速している。

10月から11月にかけて新規感染者数が増加したことを受け、政府は感染第8波に対する新たな仕組みとして都道府県の判断で住民に行動自粛を要請する方針（感染状況が第7波と同程度以上の場合に「対策強化宣言」を発出して外出を控えるよう要請するほか、医療ひっ迫時は「医療非常事態宣言」を出すことで一層の自粛を求める方針）を打ち出しているが、法的な拘束力はない。感染拡大による職場離脱の増加がサービス業を中心に経済活動の足かせとなるリスクには注意が必要だが、ワクチン接種に加え自然免疫の獲得で、第7波ほどの経済活動の下押しには至らないとみている（第7波においても新型コロナウイルスの重症化率・致死率は季節性インフルエンザに近い水

**欧米の景気後退、中国経済の減速、半導体市況の悪化等が下押し要因になり、回復ペースは緩やかに**

準まで低下しており、ウィズコロナの状況下で経済活動を維持する素地は整いつつあるとみてよいだろう）。

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かなくても）コロナ禍前程度の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。みずほリサーチ&テクノロジーズは中国のゼロコロナ政策が来春に解除されると想定しており、インバウンドの本格回復は2023年後半以降になる見通しだが、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、インフレと急速な利上げ、ロシアからの天然ガス供給縮小等の影響で、欧米は今後、景気後退入りが見込まれる。それに伴い、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、日本国内の設備投資も下押しされる公算が大きい。

中国のゼロコロナ政策継続も輸出の重石になる。10月の貿易統計をみると、輸出数量指数（RTによる季節調整値）は前月比▲2.7%と減少しており、特に中国向けは自動車や電算機器などを中心に大幅マイナスとなっている（同▲11.3%）。ゼロコロナ政策が続く中で物流の混乱や内需の低迷が下押し要因になっているとみられる。

海外経済減速に伴う半導体市況の悪化も懸念材料だ。古いラインで製造される旧世代の半導体（仕様が特殊であるためメーカーが限られることに加え、追加の装置調達が難しい）を中心に車載向け半導体は2023年にかけて供給制約が継続することが見込まれる（自動車メーカーは設計変更等により対応するも最適化には時間を要する）一方、巣ごもり需要の一服等も相まってスマホ・PC向け等の需要は減少しており、需給軟化に伴う単価下落・調達抑制による出荷数量減少を受けてメモリを中心に世界半導体売上高は2023年にかけて前年比マイナスでの推移が見込まれる。内閣府「機械受注統計調査報告」をみると半導体製造装置等の海外需要が弱含んでおり、日本の生産活動も下押しされるだろう。

以上を踏まえると、10～12月期の生産は半導体製造装置や電子部品等を中心に2四半期ぶりの減産となる公算が大きいだろう。

こうした動きを受けて、設備投資についても、7～9月期の機械受注・民需（除く船舶電力）は前期比▲1.6%と減少しており、好調だった製造業からの受注に一服感が出ている。海外経済の減速や円安進展による輸入コスト増が業績下振れ懸念を高め、投資マインドを下押ししているとみられる。受注

**サービス業の人手不足深刻化が懸念材料。客単価の引き上げが鍵に**

残高は高水準であり年度内の腰折れは避けられるとみているが、年度後半の設備投資は増勢が鈍化する可能性が高い。

このように、欧米の景気後退や中国経済の伸び悩み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。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になると予測される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。10～12月期は前述した7～9月期の輸入の大幅増の反動減もあり、現時点で年率2%程度と高めの成長率を予測しているが、その後の成長率は鈍化するとみている。

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。

客単価の引き上げに向けては商品・サービスの高付加価値化が鍵になるだろう。特にインバウンド需要については、当面は中国からの観光客数の回復がゼロコロナ政策の継続で期待しにくい中で欧米等の観光客の需要をいかに取り込むかが重要になるが、欧米からの旅客は宿泊・飲食等の支出単価が高い傾向がある。当面は中国人の爆買いに期待できないが、その土地・その場所ならではの非日常体験(ご当地グルメや伝統芸能などのコト消費)を充実させ、欧米からの観光客の需要を喚起出来れば収益を確保できる可能性が

**コアCPI前年比は12月に+4%程度まで上昇する可能性。冬のボーナスは増加も、実質ベースの個人消費押し上げには力不足。リベンジ消費は期待薄**

**来年の春闘も力不足の見通し。賃金の伸びが不十分で海外経済の減速が見込まれる中、金融政策の**

高まるだろう。「売り」となるサービスの明確化（料理を充実させたオーベルジュ方式の導入、岩盤浴などの付加的な施設の充実、エステや漫画・雑誌・ネット環境などリラクゼーションサービスの充実など）、あるいは外部事業者との連携（地域の宿泊施設全体での協力による「泊食分離」や、温浴施設・リラクゼーションサービス・アクティビティサービスの共有等）なども重要だ。観光客が「このサービスなら高い料金を支払ってもよい」と思えるサービスを提供し、一人当たり消費額を引き上げることが当面のサービス業等の売上回復の鍵になる。各地で独自の観光資源を創出できれば、周遊需要を喚起し、長期滞在型の旅客を増やすことで消費単価向上にもつながるだろう。

国民にとって目下大きな関心事となっているのが、資源高・円安を受けた物価高である。輸入物価の高騰が続くことで消費者物価にも上昇圧力が生じており、10月のコアCPIは前年比+3.6%と約40年ぶりの伸びに達した（燃料油価格の激変緩和措置によりガソリン・灯油の価格が抑制されたことで▲0.7%Pt程度、全国旅行支援による宿泊料低下で▲0.2%Pt程度CPIが下押しされており、これらの制度要因を除けばコアCPI前年比は+4.5%まで上昇していた計算になる）。乳製品等の食料品の値上げを受けて11月の都区部コアCPIが前年比+3.6%と10月（同+3.4%）から上昇ペースが加速していることを踏まえれば、全国のコアCPI前年比も11月以降さらに伸びを高め、12月にかけては前年比+4%程度まで加速する可能性がある。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。

なお、みずほリサーチ&テクノロジーズは冬のボーナス（民間企業一人当たり）について平均38.6万円（前年比+1.2%）に増加すると予測しているが、水準は依然としてコロナ禍前（39.1万円）を下回る。労働需給の引き締まりが押し上げ要因になる一方、コスト増による企業の採算悪化を背景に、大幅増は期待できないとみている。10～12月期のCPIが前年比+3%台後半まで伸びを高めることが見込まれる中、実質ベースの消費をけん引するには力不足と言えよう。実際、冬季ボーナスの使い道に関するアンケート調査（Pontaリサーチ「第55回 Ponta消費意識調査」）では、昨冬対比で「貯蓄を増やす」、「生活費に充てる金額を増やす」との回答が上位に並び、物価高を受けて消費者の生活防衛意識が強まっている様子が見え始める。「リベンジ消費」の発現は期待薄とみてよいだろう。

こうした中、日本銀行の金融政策（金融緩和）に対する批判の声が強まりつつある。マイナス金利やイールドカーブコントロールについては市場機能の低下や保険・年金などの運用利回り低下による個人の消費マインド悪化、企業における退職給付債務の増加等に加え、足元では為替市場の変動率を高

## 変更は当面考えにくい

めてしまう（足元では急速な円安に寄与した）という副作用が浮き彫りになっている。

しかし、足元のCPI上昇はあくまで資源高・円安を受けたコストプッシュ型のインフレであり、賃金の十分な伸びを伴っていないことから持続性は無いとみられる（みずほリサーチ&テクノロジーズは政府の物価高対策による制度要因を除いたコアCPI前年比は、2023年度末には0%台に鈍化していくと予測している）。日本銀行も概ね同様の認識であり、物価2%目標の継続的な達成が見込めない以上、現行の金融緩和路線を変更することは考えにくい。前述したとおり2023年にかけて海外経済の減速が見込まれる中、当面は、経済を下押しするリスクが大きい金利上昇を許容するような政策修正を行う可能性は低いだろう。

注目されるのは来年の春闘である。連合（日本労働組合総連合会）は、物価高を背景に2023年春闘の要求を5%（うちベースアップ分3%）に引き上げ、経団連も物価高を踏まえたベア引上げを支持している。連合の要求に近い形で賃上げが実現すれば、物価2%目標に近づくことは確かだ。

しかし、過去の春闘賃上げ率（実績値）は多くの期間で連合要求を大幅に下回っている。2022年に入り賃金改善の理由として物価動向をあげる経営者が増えている（パーソル総合研究所「賃金に関する調査」によると、今年、賃上げを実施した企業の24%が物価動向も考慮と回答）一方、交易条件悪化により収益が圧迫されている企業も多く、先行きも海外経済の減速が見込まれる状況を踏まえれば、大幅な賃上げを実施できる企業は限定的だろう。

みずほリサーチ&テクノロジーズは2023年の春闘賃上げ率を+2.6%程度（うちベースアップ分0.8%程度）と予測しているが、この程度の賃上げでは物価2%目標（持続的・安定的な物価2%上昇）の達成は遠く、金融政策の変更材料にならないとみている。

### 【PR】 YouTube 動画「MHRT Eyes」・各種 調査レポート（無料）を配信中！

～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ーブの登録商標です)

お問い合わせ：調査本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。