

Q E 解説

2022年12月8日

年率▲0.8%と1次速報から 上方修正 (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

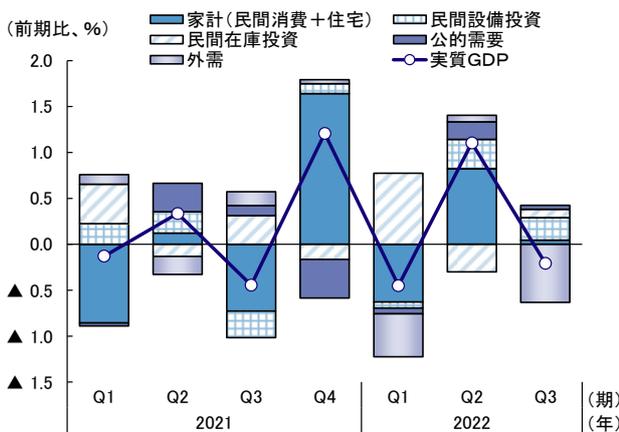
- 7~9月期の実質GDP (2次速報) は前期比▲0.2% (年率▲0.8%) と1次速報の前期比▲0.3% (年率▲1.2%) から上方修正。設備投資は変わらない一方、在庫投資や輸出の上振れが全体を押し上げ
- 感染第7波や物価高を受けた個人消費の低迷、輸入の大幅増でマイナス成長との構図は変わらず。年次推計の反映等で過年度成長率は上振れも、依然としてGDPは2019年平均対比▲1.0%と低水準
- 10~12月期は物価高や海外経済の減速が下押しになるが、全国旅行支援や水際対策の緩和を受けたサービス消費・インバウンド需要の回復、輸入の反動減で年率+2%程度のプラス成長に

7~9月期の実質GDP (2次速報) は1次速報から小幅な上方修正

7~9月期の実質GDP成長率 (2次速報) は、前期比▲0.2% (年率▲0.8%) と、1次速報の年率▲1.2%から小幅な上方修正となった (図表1)。設備投資は変わらない一方、在庫投資や輸出の上振れが全体を押し上げた。

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、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でマイナス成長になったとの構図に変化はない。国内最終需要は設備投資を中心にプラスで推移しており、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。

図表1 2022年7~9月期GDP (2次速報)



	2021 10~12	2022 1~3	4~6	7~9	1次QE
実質GDP	1.2	▲0.5	1.1	▲0.2	▲0.3
(前期比年率)	4.9	▲1.8	4.5	▲0.8	▲1.2
(前年比)	0.8	0.4	1.6	1.5	1.8
内需	1.2	0.0	1.0	0.4	0.4
(1.2)	(0.0)	(1.0)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
民需	2.2	0.1	1.1	0.5	0.4
(1.6)	(0.1)	(0.8)	(0.4)	(0.3)	(0.3)
個人消費	3.2	▲1.0	1.7	0.1	0.3
住宅投資	▲1.3	▲1.7	▲1.9	▲0.5	▲0.4
設備投資	0.7	▲0.4	2.0	1.5	1.5
在庫投資	(▲0.2)	(0.8)	(▲0.3)	(0.1)	(▲0.1)
公需	▲1.6	▲0.2	0.7	0.2	0.2
(▲0.4)	(▲0.1)	(0.2)	(0.0)	(0.1)	(0.1)
政府消費	▲1.1	0.5	0.7	0.1	0.0
公共投資	▲3.6	▲3.1	0.7	0.9	1.2
外需	(0.0)	(▲0.5)	(0.1)	(▲0.6)	(▲0.7)
輸出	0.6	1.2	1.5	2.1	1.9
輸入	0.3	3.7	1.0	5.2	5.2
名目GDP	0.9	0.2	1.0	▲0.7	▲0.5
GDPデフレーター(前年比)	▲0.3	0.4	▲0.2	▲0.3	▲0.5

(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

民間需要は個人消費が下方修正、設備投資は変わらない一方、在庫投資の上振れで上方修正

需要項目別にみると、法人企業統計の結果などを受けて、7～9月期の設備投資は1次速報（同+1.5%）から変わらない結果となった。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に変化はない。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。

民間在庫投資の実質GDP前期比に対する寄与度は+0.1%Ptと、1次速報（同▲0.1%Pt）から上方修正がなされた。仕掛品在庫が下振れた一方、原材料在庫の上振れが全体を押し上げた。

そのほか、個人消費は前期比+0.1%と、1次速報（同+0.3%）から小幅な下方修正となった。耐久財は上振れた一方、半耐久財や非耐久財、サービスの下振れが全体を押し下げる格好になった。先述したとおり、感染第7波や物価高を受けて個人消費が伸び悩んだとの見方に変わりはない。

また、住宅投資は同▲0.5%で1次速報（同▲0.4%）から小幅な下方修正がなされた。

上記のとおり個人消費が下振れたほか、設備投資は変わらなかった一方、在庫投資が上振れたことで、民間需要全体では前期比+0.5%と、1次速報（同+0.4%）から上方修正になった。

公共投資は下方修正、政府消費は上方修正で公需は変わらず。輸出上振れで外需寄与度は上方修正

公共投資については、9月分の建設総合統計の発表を受け、前期比+0.9%と1次速報（同+1.2%）から下方修正がなされた。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となり増加基調で推移しているとの見方は変わらない。政府消費については、前期比+0.1%（1次速報同+0.0%）と上方修正された。ワクチン接種の進展が一服し、小幅な伸びにとどまったとの見方は変わらない。公的需要全体では1次速報（同+0.2%）から変わらない結果となった。

外需は、輸出が前期比+2.1%で1次速報（同+1.9%）から上方修正された一方、輸入が1次速報（同+5.2%）から変わらなかったことで、純輸出の寄与度は▲0.6%Ptと1次速報（▲0.7%Pt）から上方修正になった。輸出については、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。輸入については、生産活動

GDPの水準は2019年平均対比で▲1.0%低く、経済活動の正常化は依然として遠いとの見方は変わらず

年次推計の改定等により、過年度成長率は上方修正。ゲタの縮小は2022年度成長率の下押し要因

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。

このように7～9月期の実質GDP（2次速報値）は1次速報から上方修正がなされたものの、景気認識に影響を及ぼすほどの修正ではない。後述の年次推計の改定等による過年度成長率の上方修正を加味してもコロナ禍前（2019年平均）対比でみると7～9月期の実質GDPの水準は▲1.0%低く、依然として低迷が続いているとの見方は変わらない。経済活動の正常化はまだ遠い状況であると言えるだろう。

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）が反映されたほか、推計方法の変更（供給側QE推計における推計品目の細分化、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、建設補修推計における「建築物リフォーム・リニューアル調査」の供給側QE推計への反映等）によりGDPが過去に遡って改定された。

その影響をみると、2020年度の成長率は▲4.1%と+0.4Pt、2021年度は+2.5%と+0.3Pt程度の上方修正がなされた（図表2）。景気認識に影響を及ぼすほどの修正ではないが、設備投資や住宅投資、政府消費等を中心に過年度成長率が上方修正された一方、2022年度への成長率のゲタは+0.4%から+0.2%に縮小しており、（他の条件を一定とすれば）2022年度の成長率の下押し要因になると考えられる。

図表2 年次改定による過年度成長率の変化幅

(年度)	2020			2021		
	改定前	改定後	変化幅	改定前	改定後	変化幅
実質GDP	▲4.6	▲4.1	0.4	2.3	2.5	0.3
内需	▲3.9	▲3.5	0.4	1.5	1.8	0.3
民需	▲6.3	▲5.7	0.5	2.0	1.9	▲0.1
個人消費	▲5.4	▲5.1	0.4	2.6	1.5	▲1.1
住宅投資	▲7.8	▲7.6	0.2	▲1.7	▲1.1	0.6
設備投資	▲7.7	▲5.7	2.0	0.6	2.1	1.5
在庫投資	(▲0.2)	(▲0.3)	(▲0.1)	(0.1)	(0.3)	(0.3)
公需	3.0	3.1	0.0	▲0.0	1.3	1.4
政府消費	2.5	2.7	0.2	2.0	3.4	1.4
公共投資	5.1	4.9	▲0.2	▲7.5	▲6.4	1.1
外需	(▲0.6)	(▲0.6)	(0.0)	(0.8)	(0.8)	(▲0.0)
輸出	▲10.0	▲10.0	0.0	12.4	12.3	▲0.1
輸入	▲6.3	▲6.3	▲0.0	7.1	7.1	▲0.0

(注) () 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

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

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。全国旅行支援は割引額等を引き下げて2023年1月以降も継続される予定であり、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

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

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。米国では、2023年入り後に利上げの影響が経済全体に波及し、景気の落ち込みが鮮明になると見ている。住宅投資・設備投資の更なる下振れに加えて、個人消費も年央にかけて減少する見込みである。ユーロ圏は、天然ガスの需給ひっ迫に伴うガス価格高止まりを受けて、暖房費がかさむ来年の1~3月期まで個人消費が下押しされるだろう。それに伴い、日本からの輸送用機械、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や不動産市況の悪化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考えられる。市民の不満の高まりを受け、足元で防疫措置が緩和されつつあるが、不動産市況の低迷などから当面の中国経済には停滞感が残るとみられる。

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。受注残

**サービス業を中心とした
人手不足深刻化が懸念材
料。客単価の引き上げが
鍵に**

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を中心に人手不足が深刻化しつつある点は懸念材料だ。10月の有効求人倍率は1.35倍と10カ月連続で上昇しているほか、アルバイト・パートの募集賃金の伸び率はコロナ前を上回る水準まで上昇している。帝国データバンクの「<速報>人手不足に対する企業の動向調査(2022年10月)」によると、非正社員の人手不足割合は飲食店と旅館・ホテルで8割弱に達しており、正社員についても不足割合は7割弱と高水準だ。

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。人手不足や最低賃金の引き上げを背景にパートの時給は上昇傾向が継続している一方、パート労働者の労働時間がコロナ禍前を下回る水準で頭打ちとなっている点は懸念材料だ。パートで働く主婦等では「年収の壁」が意識されて就労時間を短縮する動きが出ているとみられ、今後の人手不足改善に向けたハードルになるだろう。

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。

**コアCPI前年比は12月に
かけて+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**

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る可能性が高く、12月にかけては前年比+4%程度まで加速することも十分に考えられる。みずほリサーチ&テクノロジーズは政府の物価高対策を考慮しても食料品等の値上げにより2022年度の家計の支出負担は1世帯当たり約9.6万円増加すると試算しており、低所得者を中心に節約志向が強ま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

**海外経済減速等を受けて
来年の春闘も力不足の見
通し。実質賃金は当面マ
イナス圏での推移が続
き、個人消費の重石に**

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。

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、物価高の影響を吸収できる可能性が高まる。

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高に対して十分とは言えない。政府による総合経済対策の効果を考慮しても、実質賃金は2023年度前半まで前年比マイナスでの推移が続く可能性が高く、個人消費の回復の阻害要因になるだろう。

【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。