

Q E 予測

2023年1月31日

年率+2.0%のプラス成長を 予測（10~12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

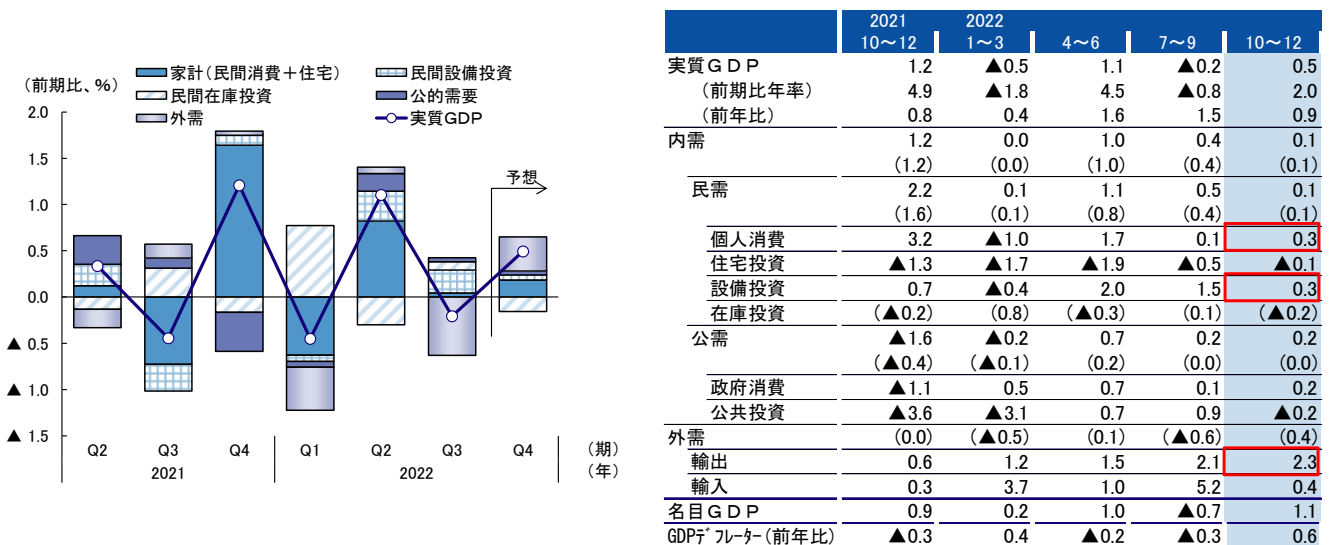
- 10~12月期の実質GDPは前期比+0.5%（年率+2.0%）を予測。物価高や海外経済の減速が下押しも、全国旅行支援や水際対策緩和を受けたサービス需要の回復が押し上げ要因になり高成長に
- 1~3月期以降は感染懸念の後退や水際対策の緩和を受けたサービス消費やインバウンド需要の回復が継続する一方、欧米を中心とした海外経済の減速が逆風になり、回復ペースは鈍化
- 先行きのCPI前年比は政府の物価高対策や資源価格低下・円高進展を受けて鈍化に向かうも、当面は高い伸びが継続。物価の伸びを上回る賃金上昇は見込み難しく、実質賃金のマイナスが続く公算

10~12月期の実質GDPは 前期比+0.5%（年率+ 2.0%）と2期ぶりのプラ ス成長を予測

2月14日（火）、内閣府より10~12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+0.5%（年率+2.0%）と予測される（図表）。

海外経済の減速が財輸出を抑制したほか、物価高が財を中心に個人消費を下押しした一方、感染第7波の収束や政府の全国旅行支援実施を受け、旅行・交通や宿泊等の対人接触型サービス（以下、「対人サービス」）が回復したほか、水際対策緩和に伴うサービス輸出の回復（インバウンド需要の増加）が全体を押し上げ、高めの成長率になったとみられる。

図表 2022年10~12月期 GDP（1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

物価高が下押しも、政府による全国旅行支援等を受け、個人消費は回復継続

需要項目別にみると、個人消費は前期比+0.3%（7～9月期同+0.1%）と3期連続のプラスを予測する。物価高が財を中心に支出を下押しする一方、感染第7波の収束に加えて政府による「全国旅行支援」が実施されたことで対人サービスを中心に回復が加速したとみられる。

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&テクノロジーによる季節調整値）の推移をみると、10～12月平均の対人サービス消費は7～9月期対比+4.1%と大きく増加し（特に旅行は10～11月が好調で同+37.4%と大幅に増加）、コロナ禍前（2019年平均）対比▲8.8%の水準まで回復している。感染第8波は高齢者等の消費行動を多少慎重化させたとみられるが、これまでのような政府による強い行動制限策は実施されず、ワクチン接種・自然免疫の獲得が進む中で全体としてみれば「Withコロナ」の行動様式が徐々に定着しつつあると言えるだろう。

一方、これまでの資源価格高騰・円安進展を受けて事業者間で同調的に値上げの動きが広がることで、12月のコアCPI前年比は41年ぶりに+4%に達しており、物価の伸びが名目賃金の伸びを大きく上回る状況が続いている。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ているものの、低所得者層を中心に支出の切り詰めを余儀なくされる状況が続いたことで、個人消費の回復ペースが抑制されたとみている。

設備投資は3期連続のプラス。経常利益率の改善等を受けて設備投資計画は高水準を維持

設備投資は前期比+0.3%（7～9月期同+1.5%）と、3期連続のプラスを予測する。中国経済の低迷など海外経済減速が下押し要因になる一方、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（12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+14.3%と高水準を維持している。海外経済の減速が逆風になった一方、円安が製造業の収益を押し上げたほか、価格転嫁が進展したことで企業の経常利益率が改善したことが設備投資の増加に寄与しているとみられる。非製造業の設備投資はサービス業を中心に低水準にとどまっている一方、製造業が研究開発投資を増加させており、機械や化学、非鉄金属等の業種では脱炭素化・DX等の構造変化への対応関連投資も活発化している模様だ。

住宅投資は小幅マイナス。民間在庫投資もマイナス寄与

民間需要のその他項目は、住宅投資が前期比▲0.1%（7～9月期同▲0.5%）と6期連続のマイナスが見込まれる。資源高を受けた住宅価格の高騰や物価高による消費者の住宅購入マインドの低下が持家を中心に住宅着工を下押ししており、進捗ペースの住宅投資も小幅に減少したとみられる。

在庫投資の寄与度は▲0.2%Pt（7～9月期：+0.1%Pt）を予測する。生産の減少、自動車等の出荷増を受けてマイナスになったとみられる。ただし、

公的需要はプラス。防災・減災、国土強靱化関連の公共事業の進捗一服で公共投資は小幅マイナスの一方、政府消費は増加

輸出は自動車やサービスが押し上げ要因になりプラス。外需寄与度はプラス

1～3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、欧米の景気減速等が逆風になり、回復ペースは鈍化の公算大

法人企業統計（3月2日公表予定）の結果が反映される2次速報値（3月9日公表予定）で修正される可能性がある。

公的需要は、前期比+0.2%（7～9月期同+0.2%）の増加が見込まれる。震災後の復興関連事業が一服したことに加え、2021年度補正予算を受けた防災・減災、国土強靱化関連の公共事業の進捗が一段落したことを受け、公共投資は前期比▲0.2%（7～9月期同+0.9%）と小幅に減少した模様である。政府消費については、医療費の増加等がプラスに寄与し、前期比+0.2%（7～9月期同+0.1%）と4期連続で増加したとみられる。

輸出は前期比+2.3%（7～9月期同+2.1%）と5期連続のプラスを予測している。海外経済の減速が逆風になり、特にこれまでのゼロコロナ政策継続と解除後の感染拡大、不動産市況悪化の影響で経済活動が低迷した中国向けを中心に財輸出が下押しされたとみられる。主要品目別にみると、集積回路の減少傾向が継続しているほか、半導体の対中規制強化等を背景に半導体等製造装置も急速にピークアウトするなど資本財輸出は減少したとみられる。一方で、車載向け半導体不足が続く中でも自動車メーカーによる製品構成の最適化等の企業努力を受けて自動車輸出が持ち直しているほか、サービス輸出の大幅な増加が押し上げたとみられる。水際対策が緩和された10月以降、訪日外国人客数は韓国・台湾・香港を中心に急速に回復しており（12月の訪日外国人客数は137万人と2019年平均対比52%まで回復。韓国は日韓関係悪化前の2018年対比でも73%まで回復）、日本経済にとって明るい材料と言えるだろう。

輸入については、海外渡航者の増加によりサービス輸入が増加する一方、国内の生産活動が弱い動きで推移したほか、一時的な要因（海外の広告関連企業への大口支払い）を受けた前期の大幅増の反動が下押し要因になり、前期比+0.4%（7～9月期同+5.2%）と低い伸びにとどまったとみている。

輸出の伸びが輸入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+0.4%Pt（7～9月期▲0.6%Pt）と成長率に対して大きくプラスに寄与したと予測される。

以上のように、10～12月期の日本経済は、個人消費や設備投資が増加したほか、輸入の伸びが大きく鈍化したこと等を主因として、高めの成長率になったとみられる。本稿の予測値を踏まえても10～12月期の実質GDPはコロナ禍前（2019年平均）対比で▲0.5%低い水準であり、回復は依然として道半ばではあるものの、経済活動の回復基調は続いていると評価できる。

1～3月期以降についても、対人サービスを中心に個人消費の回復継続が見込まれる。物価高が引き続き下押し要因になることで、大幅なりベンジ消費までは期待出来ないものの、政府による全国旅行支援が1月以降も延長され

たことがサービス消費の押し上げ要因になろう。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1兆円（2022年度GDPを+0.2%押し上げ）と試算している。全国旅行支援終了後は一時的に反動減が出ることが想定されるが、感染懸念の後退に伴い、均してみれば回復基調を維持するだろう。

インバウンドの回復が続くことも経済活動の押し上げに寄与するだろう。中国からの訪日客については、当面は日中間の国際便回復が停滞する中で大幅な回復は期待しにくいものの（2022年11月~2023年3月の冬ダイヤ時点で、日中間の国際便数はコロナ前の4%程度にとどまる）、中国で感染影響の収束が見込まれる春以降には、日本側の水際対策（出入国時の検査、日中間の国際便の増便抑制）も緩和されることで回復の本格化が見込まれる。特に関西・中部地方はインバウンド消費に占める中国人観光客への依存度が高く、回復に期待が高まる状況だ。

懸念されるのがサービス業における人手不足であり、宿泊業等の稼働率の抑制要因になるだろう。「売り」となるサービスの明確化等による客単価の引き上げが収益確保の鍵になる。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、競争力に乏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点には留意が必要だ。

一方で、これまでの根強いインフレ圧力を受けた急速な利上げの影響などにより、欧米経済は今後、一段の景気減速が見込まれる（特に米国は足元で財消費や企業の生産活動に弱含みの動きがみられるなど、景気下振れの兆候が出ている）。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、製造業の設備投資も下押しされる公算が大きい。足元のグローバル製造業PMIは既に50を割り込んでおり、欧米を中心とした海外経済のさらなる冷え込みが先行きの日本経済の最大の逆風になるだろう（現時点で今後の実質GDP調整幅については、米国が▲1.8%、欧州が▲1.6%と過去の景気後退期の平均並を想定している。なお、中国については一部地域の感染がピークアウトした1月以降に経済活動の底打ちの動きがみられるが、当面はサービス消費が回復の中心になるとみられ、財需要への波及効果は限定的だろう。中国経済が2023年に盛り返したとしても、欧米を中心とした世界経済の低迷をカバーすることは出来ないとみている）。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的な半導体市場の悪化が続くことも、半導体製造装置や電子部品等の生産活動を下押ししよう。

**コアCPI前年比は先行き
鈍化も高い伸びを維持。
賃金の伸びは物価を下回
り、個人消費回復の阻害
要因に**

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。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、日本経済は景気後退入りを免れるとみているが、それでも海外経済の減速が逆風となることで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、1~3月期は前期比年率+1%程度の成長に鈍化すると予測している。

物価高については、2023年も人々の大きな関心事となりそうだ。政府の総合経済対策による電気代・ガス代の抑制が2月以降のCPIを下押しすること、海外経済減速を受けて資源価格の低下や円高の進展が見込まれること等により、コアCPI前年比は1月に前年比+4.3%程度まで上昇した後、徐々に鈍化していくとみられる。しかし、これまでの原材料費高騰を受けた価格転嫁の動きが食料品を中心に当面続くとみられるほか、春以降には電力会社による3~4割程度の電気代値上げも見込まれる。人手不足が深刻化する外食・宿泊等のサービス分野では、パート・アルバイトを中心とした人件費の上昇が価格上昇圧力になることに加え、人手不足で稼働率を十分に引き上げられない中で客単価を引き上げて売上を確保する動きが広がることで、当面は価格上昇が持続する可能性が高い。2023年度前半までコアCPI前年比は2~3%台での推移が続き、物価高が家計の重石になる状況が続くだろう（現時点で、2023年度のCPI前年比は年平均で+1.9%と予測している）。みずほリサーチ&テクノロジーズは物価上昇により2023年度の家計支出負担は1世帯当たり平均5.1万円程度増加すると試算しており、家計の節約志向は当面続く見通しだ。

期待が集まる春闘賃上げについては、例年対比で見れば高い賃上げ率が見込まれるものの、岸田総理が掲げる「物価上昇率を超える賃上げ」の実現は困難であろう。一部の企業で大幅な賃上げの報道が相次ぐなど、物価高や人手不足への配慮から例年よりも賃上げ気運が高まっていることは確かであるが、コスト高により中小企業を中心に収益が圧迫されているほか、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一部に限られるだろう。将来の成長（売上増加）が見込みづらい中では、企業は固定費の増加に直結する賃上げに慎重にならざるを得ず、中小企業を含めた企業全体としてみれば、名目賃金が+2~+3%上昇するまでのハードルは相当に高い。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）、名目賃金上昇率を1.3%程度と予測しており、この程度の賃上げでは前述した物価見通しに比して十分なものとは言えない。2023年も実質賃金は前年比マイナスでの推移が続き、個人消費の回復の阻害要因になるとみている。

日本銀行の更なる金融政策修正観測は払拭されず。YCCの撤廃等の修正がなされれば長期金利上昇が経済の下押し要因に

足元で大きな関心を集めているのが日本銀行の金融政策である。日本銀行は1月の金融政策決定会合で共通担保資金供給オペの拡充を決定しつつ、イールドカーブ・コントロール（以下、「YCC」）の枠組みは現状維持とした。その後もイールドカーブの歪みは解消されておらず、2023年中の早いタイミングでYCCの修正・撤廃等の政策修正がなされるとの観測は払拭されていない状況だ。

仮にYCCが撤廃された場合、みずほリサーチ&テクノロジーズは、長期金利が1%程度まで上振れる可能性があるとして試算している。仮に長期金利が0.5%Pt上昇（0.5%⇒1%に上昇）した場合、みずほリサーチ&テクノロジーズのマクロモデルを用いた試算では、円高進展や企業収益・賃金の下押し、資本コストの上昇等を受けて個人消費や設備投資等の需要が減少することでGDPは▲0.2%程度下押しされる計算だ。

海外経済の減速や物価高などの逆風に直面する日本経済にとって、金利上昇による経済への影響は無視出来ない。企業にとっては、負債利子率・借入依存度が高く、長期負債の割合も高い運輸・郵便業や不動産業を中心に収益の下押し要因になるだろう。家計にとっても、固定金利ローンを中心とした住宅ローン返済負担の増加が見込まれる（変動金利ローンについても借入時に適用される優遇幅が縮小される可能性がある）。政府債務が膨張している日本の財政にとっても利払い費増加の影響は大きい（財務省は、「令和5年度予算の後年度歳出・歳入への影響試算」において、2026年度の想定金利（10年国債）を1.6%まで引き上げ、国債費が2023年度対比で+4.5兆円増えるとの試算を示している）。これまでの超低金利局面から金利上昇局面への移行は大きなボラティリティを伴うことが予想され、経済・市場への影響を踏まえた政策運営が政府・日本銀行に求められる。黒田総裁の任期終了・新体制への移行が近づく中、日本の金融政策に注目が集まる局面が続きそうだ。

【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ーブの登録商標です）

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。