

Q E 解説

2023年2月14日

サービス需要回復で年率+0.6%のプラス成長 (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

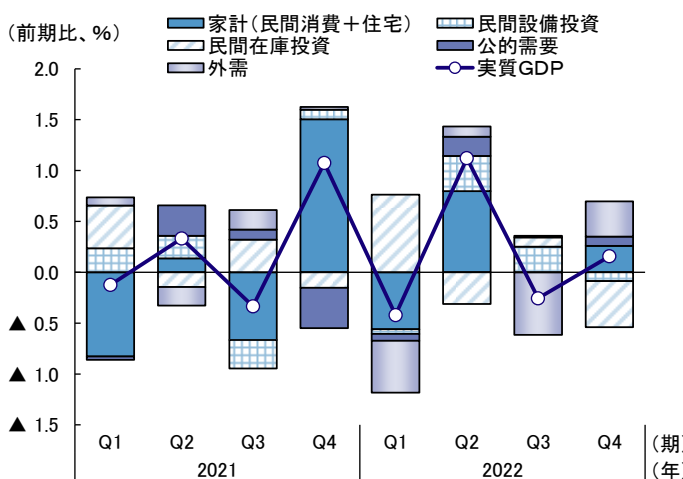
- 10~12月期の実質GDPは前期比+0.2% (年率+0.6%) のプラス成長。全国旅行支援や水際対策緩和を受けたサービス需要の回復が牽引するも、物価高や海外経済の減速が下押しし、力強さを欠く
- 1~3月期以降も感染懸念の後退や水際対策の緩和を受けたサービス消費やインバウンド需要の回復が継続する一方、欧米を中心とした海外経済の減速が逆風になり、回復ペースは緩やかに
- CPI前年比は政府の物価高対策や資源価格低下・円高進展を受けて鈍化に向かうも、当面は高い伸びが継続。物価を上回る賃金上昇は見込み難しく、実質賃金の減少が個人消費を下押しする算

2022年10~12月期の実質GDPは前期比+0.2% (年率+0.6%) と2期ぶりのプラス成長

2022年10~12月期の実質GDP成長率 (1次速報) は、前期比+0.2% (年率+0.6%) と2期ぶりのプラス成長になった (図表)。

海外経済の減速が財輸出や設備投資を抑制したほか、物価高が財を中心に個人消費を下押しした。一方、昨夏に発生した感染第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、前期の反動等による輸入の減少が成長率を押し上げた。

図表 2022年10~12月期 GDP (1次速報)



項目	2021	2022			
	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12
実質GDP	1.1	▲0.4	1.1	▲0.3	0.2
(前期比年率)	4.4	▲1.7	4.6	▲1.0	0.6
(前年比)	0.8	0.5	1.7	1.5	0.6
内需	1.1	0.1	1.0	0.4	▲0.2
(前期比)	(1.0)	(0.1)	(1.0)	(0.4)	(▲0.2)
民需	2.0	0.2	1.1	0.5	▲0.4
(前期比)	(1.4)	(0.2)	(0.8)	(0.3)	(▲0.3)
個人消費	3.0	▲0.9	1.6	0.0	0.5
住宅投資	▲1.3	▲1.7	▲1.9	▲0.4	▲0.1
設備投資	0.6	▲0.3	2.1	1.5	▲0.5
在庫投資	(▲0.2)	(0.8)	(▲0.3)	(0.1)	(▲0.5)
公需	▲1.5	▲0.3	0.7	0.1	0.3
(前期比)	(▲0.4)	(▲0.1)	(0.2)	(0.0)	(0.1)
政府消費	▲1.1	0.5	0.8	0.1	0.3
公共投資	▲3.2	▲3.2	0.5	0.7	▲0.5
外需	(0.0)	(▲0.5)	(0.1)	(▲0.6)	(0.3)
輸出	0.4	1.2	1.5	2.5	1.4
輸入	0.3	3.8	0.9	5.5	▲0.4
名目GDP	0.7	0.2	1.0	▲0.8	1.3
GDPフレター (前年比)	▲0.3	0.4	▲0.3	▲0.4	1.1

(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

個人消費は回復基調を継続。物価高が財を中心に下押しも、政府による全国旅行支援等を受け、サービスが回復

需要項目別にみると、個人消費は前期比+0.5%（7～9月期同+0.0%）とプラスで推移した。物価高が財を中心に支出を下押ししたものの（耐久財消費は自動車などを中心に前期比+2.7%と回復した一方、物価高を受けて半耐久財消費が同▲1.6%、非耐久財消費も同▲0.3%と減少した）、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サービス消費は前期比+1.4%と大幅に回復した（サービス消費の回復が10～12月期GDPを+0.4%Pt押し上げた）。

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。以下同）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+3.6%と大きく増加し（特に旅行は10～11月が好調で同+36.0%と大幅に増加）、コロナ禍前（2019年平均）対比▲9.1%の水準まで回復している。感染第8波は家計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（12月の名目賃金はボーナスの増加やインフレ手当の支給等を背景に公表値ベースでは前年比+4.8%と加速しているものの、前年と同じサンプル企業で比較した共通事業所ベースで賃金の基調を示す所定内給与の動きをみると前年比+1.0%の伸びにとどまっている）。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。

設備投資は3期ぶりのマイナス。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も、海外経済減速が投資マインドを下押し

設備投資は前期比▲0.5%（7～9月期同+1.5%）と、3期ぶりのマイナスとなった。デジタル化・省力化関連投資などが引き続き増加した一方、中国経済の低迷など海外経済減速が下押し要因になった。前年度から繰り越された投資需要の顕在化により4～6月期（前期比+2.1%）、7～9月期（同+1.5%）と高い伸びが続いてきたことの反動が出た面もあるだろう。

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。

一方で、海外経済の減速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。機械受注（船舶・電力を除く民需）をみると、10～11月平均の水準は7～9月期平均対比で▲4.1%と弱含んでいる。デジタル・グリーン関連など持続的な投資需要が顕在化することで設備投資が大きく腰折れする可能性は低いとみているが、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だろう。

住宅投資はマイナス。民間在庫投資もマイナス寄与

他の民需では、住宅投資が前期比▲0.1%（7～9月期同▲0.4%）と6期連続で減少した。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、進捗ベースの住宅投資も小幅に減少した。

在庫投資の寄与度は▲0.5%Pt（7～9月期：+0.1%Pt）と大幅なマイナスになった。生産の減少、自動車等の出荷増を受けて減少した。ただし、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。

個人消費が増加した一方で設備投資・住宅投資がマイナスに寄与し、民間需要全体では前期比▲0.4%（7～9月期同+0.5%）と、5期ぶりのマイナスになった。

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マイナスの一方、政府消費は増加

公的需要は、前期比+0.3%（7～9月期同+0.1%）と3期連続のプラスになった。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▲0.5%（7～9月期同+0.7%）と減少に転じた。政府消費は、医療費の増加等がプラスに寄与し、前期比+0.3%（7～9月期同+0.1%）と4期連続で増加した。

輸出は自動車やサービスが押し上げ要因になりプラス。輸入は前期の反動で減少し、外需寄与度は大幅プラス

輸出は前期比+1.4%（7～9月期同+2.5%）と5期連続で増加した。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は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ピークアウトするなど資本財輸出は減少した。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、サービス輸出は大幅に増加した（サービス輸出は前期比+5.2%と増加し、10～12月期GDPを+0.2%Pt押し上げた）。水

GDPデフレーターはプラス転化。交易条件の悪化は一服する一方、国内物価への波及が継続

10～12月期はプラス成長も力強さを欠いたと評価。1～3月期以降も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、回復ペースは緩やかになる見通し

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、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+5.5%）とマイナスに転じた（サービス輸入が前期比▲6.7%と減少し、10～12月期GDPを+0.3%Pt押し上げた）。

輸出が増加した一方で輸入が減少したことを受けて、純輸出の実質GDP成長率に対する寄与度は+0.3%Pt（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。

これまでの資源高・円安を受けた輸入物価上昇が国内物価に波及したこと、輸入デフレーター前年比が鈍化したこと等により、GDPデフレーターは前年比+1.1%（7～9月期同▲0.4%）と3期ぶりのプラスになった。海外経済減速に伴う資源価格の低下や円高の進展を受けて、足元では輸入物価指数は下落傾向で推移しており（1月の輸入物価指数はピーク時の昨年9月対比で▲13.2%の低下）、交易条件の悪化は一服している。一方で、企業物価・消費者物価は高い伸びが継続しており、これまでの輸入物価高騰を受けた国内での価格転嫁の動きが広がっている。

以上のように、10～12月期の日本経済は、サービスを中心に個人消費が増加したほか、輸入が減少したこと等を主因として、プラス成長になった。在庫投資が大きくマイナスに寄与した面はあるものの、前期の反動による輸入減で成長率が押し上げられているといった特殊要因も踏まえると、やや力強さを欠いたと評価している。最終需要をみると前期比+0.6%と回復基調で推移しているものの、7～9月期に減少（同▲0.3%）した後であることを踏まえれば、回復ペースとしては物足りないと言えるだろう。個人消費を中心に経済活動の回復基調は続いていると評価できるが、実質GDPはコロナ禍前（2019年平均）対比で▲0.9%低い水準であり、回復は依然として道半ばではあると言えよう。

1～3月期以降についても、サービス需要を中心に経済活動の回復継続が見込まれるが、回復ペースは緩やかなものになるとみている。

JCB/ナウキャスト「JCB 消費 NOW」をみると、1月前半の対人サービス消費は外食や宿泊等を中心に増加している（10～12月期平均対比+1.7%）。感染第8波の中でも、感染への懸念が徐々に後退するにつれ、これまで消費行動の

慎重姿勢が強かった中高年層がサービス消費を拡大させているようだ。物価高が引き続き下押し要因になるため、大幅なリ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当面の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。全国旅行支援終了後は一時的に反動減が出るのが想定されるが、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。

インバウンド需要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。現時点で、2023年度の訪日外客数は約2,600万人に達すると見込んでおり、2022年度（予想：約800万人）から大幅に増加することで、2023年度のGDP成長率に対し+1.0%Pt程度のプラス要因になると試算される。

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（飲食業等の対人サービス業では労働需給が既にコロナ禍前と同程度まで逼迫している）。「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既に出てきており、4~6月期には景気後退入りする可能性が高いとみている。欧州は暖冬によるガス価格の低下が好材料となったものの、高インフレを受けて個人消費など内需は弱い動きで推移しており、1~3月期はマイナス成長が見込まれる）。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

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

のグローバル製造業PMIは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（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、経済活動に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。不動産投資の低迷も続き、V字回復は見込み難い。中国経済が2023年に盛り返すとしても、欧米を中心とした世界経済の低迷を十分に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況の悪化が年前半頃まで続くと思込まれることも、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%台前半から半ば程度の緩やかな回復にとどまると予測している。

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年度のコア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、例年対比でみ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

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

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。現時点で、筆者は2023年の春闘賃上げ率を2.8%程度（うちベースアップ分1.0%程度）、名目賃金上昇率を1.5%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、財を中心に個人消費の回復を阻害するとみている。

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。

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、長期金利の上昇に伴い住宅ローンの固定金利が上昇することで、新たに固定金利ローンを借り入れる世帯で住宅ローン返済負担が増加すると見込まれる（変動金利ローンについても新規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

イ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き、政府は植田和男氏を新総裁に起用する方針を固めたと報じられている。現時点では、当面の名目賃金が1%台半ば程度の伸びにとどまると見込まれる中では日本銀行の2%物価目標達成は困難であり、金融緩和路線の大枠は継続される（副作用対策としてのYCCの枠組み修正・撤廃は2023年中に実施される可能性がある一方、マイナス金利の解除は早くても2024年後半以降になる）とみているが、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。