

Q E 解説

2023年3月9日

年率+0.1%と1次速報から 下方修正 (10~12月期2次QE)

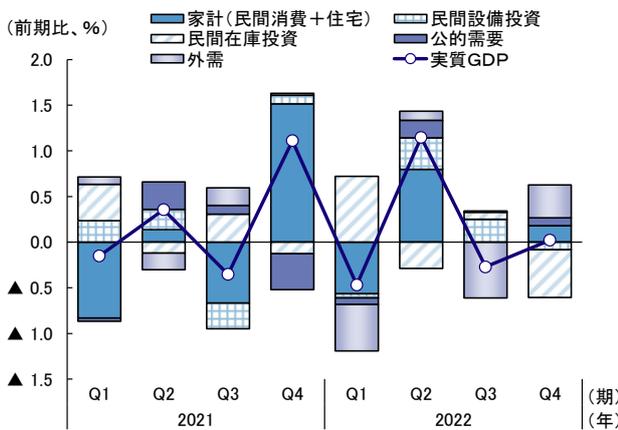
調査部 経済調査チーム
 主席エコノミスト
酒井才介
 080-1069-4626
 saisuke.sakai@mizuho-rt.co.jp

- 10~12月期の実質GDP (2次速報) は前期比+0.0% (年率+0.1%) と1次速報の前期比+0.2% (年率+0.6%) から下方修正。輸出や公共投資が上振れた一方、個人消費の下振れが全体を押し下げ
- 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、力強さを欠いたとの評価。GDP水準は2019年平均対比▲1.1%にとどまる
- 先行きも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。1~3月期は年率+1%程度の成長にとどまると予測

10~12月期の実質GDP (2次速報) は1次速報から下方修正。経済活動は力強さを欠く

10~12月期の実質GDP成長率 (2次速報) は、前期比+0.0% (年率+0.1%) と、1次速報の年率+0.6%から下方修正となった (図表1)。輸出や公共投資が小幅に上振れた一方、個人消費が下方修正されたことが成長率を押し下げた。サービス需要の回復や輸入の反動減が押し上げ要因になったものの、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ことでほぼ横ばいの伸びにとどまり、前期のマイナス成長 (年率▲1.1%) の後としては力強さを欠く内容だ。

図表1 2022年10~12月期GDP (2次速報)



	2022				1次QE
	1~3	4~6	7~9	10~12	
実質GDP	▲0.5	1.2	▲0.3	0.0	0.2
(前期比年率)	▲1.8	4.7	▲1.1	0.1	0.6
(前年比)	0.5	1.7	1.5	0.4	0.6
内需	0.0	1.0	0.3	▲0.3	▲0.2
(0.0)	(1.0)	(0.3)	(▲0.3)	(▲0.2)	(▲0.2)
民需	0.1	1.1	0.4	▲0.6	▲0.4
(0.1)	(0.9)	(0.3)	(▲0.4)	(▲0.3)	(▲0.3)
個人消費	▲0.9	1.6	0.0	0.3	0.5
住宅投資	▲1.7	▲1.9	▲0.4	▲0.0	▲0.1
設備投資	▲0.3	2.1	1.5	▲0.5	▲0.5
在庫投資	(0.7)	(▲0.3)	(0.1)	(▲0.5)	(▲0.5)
公需	▲0.3	0.7	0.1	0.3	0.3
(▲0.1)	(0.2)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
政府消費	0.5	0.8	0.1	0.3	0.3
公共投資	▲3.2	0.6	0.7	▲0.3	▲0.5
外需	(▲0.5)	(0.1)	(▲0.6)	(0.4)	(0.3)
輸出	1.1	1.5	2.5	1.5	1.4
輸入	3.8	0.9	5.5	▲0.4	▲0.4
名目GDP	0.2	1.0	▲0.8	1.2	1.3
GDPデフレーター(前年比)	0.4	▲0.3	▲0.4	1.2	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

民間需要は設備投資・在庫投資は変わらない一方で個人消費が下方修正と弱い動き

需要項目別にみると、法人企業統計の結果などを受けても10～12月期の設備投資は前期比▲0.5%と1次速報から変わらない結果となった。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製造業を中心に投資を下押ししたとの見方は変わらない。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。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、10～12月期は製造業（前期比▲14.0%）を中心に前期比▲5.0%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（ソフトウェア等のデジタル関連投資については省力化対応の投資需要が見込まれるほか、機械・建物と比較して減価償却率が高く更新投資が持続的に期待できるため、海外経済減速の影響を受けにくい）、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だろう。

民間在庫投資の実質GDP前期比に対する寄与度も▲0.5%Ptと1次速報から変わらなかった。在庫投資のマイナスについては、自動車等の出荷増を受けて減少した面もあるが、海外経済の減速を受けて生産活動が弱含んでいることを反映している面が大きいとみられ、先行きの反発も期待しにくい。

そのほか、12月のサービス産業動向調査の結果などを受けて個人消費は前期比+0.3%と1次速報（同+0.5%）から下方修正となった。耐久財、半耐久財、非耐久財、サービスいずれも下振れる格好になった。物価高が財を中心に支出を下押ししたものの、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が大幅に回復したとの構図に変わりはない。

また、住宅投資は同▲0.0%で1次速報（同▲0.1%）から小幅な上方修正がなされた。

上記のとおり個人消費が下振れたことで、民間需要全体では前期比▲0.6%と1次速報（同▲0.4%）から下方修正され、弱い動きとなった。

公共投資は小幅な上方修正、政府消費は変わらず。輸出の小幅上振れで外需寄与度は上方修正

公共投資については、12月分の建設総合統計の発表を受け、前期比▲0.3%と1次速報（同▲0.5%）から小幅に上方修正がなされた。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、減少したとの見方は変わらない。政府消費については前期比+0.3%と1次速報から変わらず、ワクチン接種にかかる費用等が増加に寄与しプラスで推移したとの見方も変わらない。公的需要全体では前期比+0.3%と1次速報から変わらない結果となった。

外需は、輸出が前期比+1.5%で1次速報（同+1.4%）から小幅に上方修正された一方、輸入が1次速報（同▲0.4%）から変わらなかったことで、純輸出の寄与度は+0.4%Ptと1次速報（+0.3%Pt）から上方修正になった。輸出については、海外経済の減速が財輸出を下押しした一方で水際対策緩和を受けてサービス輸出が大幅に回復した。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、マイナスになった。

GDPデフレーターは小幅に上振れ。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

GDPデフレーターは前年比+1.2%と1次速報（同+1.1%）から小幅に上振れた。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安の一服を受けて、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。

1～3月期は年率+1%程度の成長にとどまると予測。先行きの日本経済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、欧米の景気減速が逆風になり、回復ペースは緩やかになる見通し

以上より、10～12月期の実質GDP（2次速報値）は1次速報から下方修正され、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、力強さを欠く内容となった。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▲1.1%低い水準であり、回復は依然として道半ばであると言えよう。交易条件の改善を加味した実質GDIでも、前期比年率+1.0%と1次速報（同+1.6%）から下方修正され、コロナ禍前（2019年平均）対比で▲3.9%低い水準にとどまっている。企業・家計の景況感は低迷が続いていると言えるだろう。

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。

個人消費については、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（JCB/ナウキャスト「JCB 消費 NOW」をみると、1～2月前半の対人サービス消費は外食や旅行を中心に10～12月期対比+1.2%と増加している）。ワクチン3回目接種率は2023年2月時点で高齢者（65歳以上）の約90%、全人口の約70%に達するなど、ワクチン接種の進展や治療薬の活用により感染時の重症化リスクは低下している。1月27日に新型コロナ対策の基本的対処方針が改定され、スポーツ観戦やイベント等の収容人数制限が事実上撤廃されたことも、サービス消費の回復に寄与しよう。さらに、5月8日以降は新型コロナが感染症法上の5類に位置付けられ、感染者や濃厚接触者の外出自粛要請が撤廃されることで、人々の外出意欲も後押しされるだろう。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とみている。

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。回復が遅れている中国からの訪日客についても、日本側の水際対策が3月から緩和され（入国時の全員検査を抽出検査へ変更）、回復の加速が見込まれる。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を中心とした人手不足であり、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）。女性や高齢者の労働参加に増加余地があったアベノミクス期と異なり、現状は女性の「M字カーブ（結婚・出産に伴う退職）」がほぼ解消されるなど労働供給の増加余地が限られ、景気回復による労働需要増をカバーしきれなくなっている状況だ。さらに、働き方改革の影響に加え、パートタイム労働者が年収に応じて税負担等が増加する「年収の壁」を意識して労働時間を抑制すること等により、平均労働時間はコロナ禍前の水準まで回復していない。人手不足が制約となって稼働率が十分に引き上げられない中では、事業者にとっては「売り」となる商品・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が、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（米国は足元までの雇用・賃金や個人消費は依然として底堅い動きとなっているが、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は出てきており、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。急速な金融引き締めの影響は景気全体に波及する一方、構造的な人手不足により失業率の悪化は限定的で、良好な労働市場が景気を下支えすることから、現時点では景気後退の深さ・長さは過去平均並みを予想している。ただし、賃金・物価のスパイラルの上昇等によるインフレの持続・再燃が追加的な金融引き締めを招き、景気後退が深刻化するリスクは残存している。欧州は暖冬によるガス価格の下落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）。既に日本からの輸出も資本財を中心に弱い動きとなっており、前述したように機械受注が減少傾向で推移するなど設備投資も製造業を中心に下押しされる公算が大きい。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（みずほリサーチ&テクノロジーズは、2023年の世界経済は前年比+2.4%の低成長にとどまると予想している。なお、ゼロコロナ政策の解除・感染影響の収束に伴い経済活動の回復が見込まれる中国については、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くことから、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半ば頃まで続くと見込まれることも、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。電子部品・デバイスのお荷在庫バランスは大幅に悪化しており、当面は調整局面が続くそう。生産は資本財・生産財を中心に弱い動きが続き、1～3月期は2期連続の減産となる可能性が高いとみている。

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%程度の緩やかな回復にとどまると予測している。

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

1月のコアCPI前年比が+4.2%まで上昇し、2月以降も食料品等の値上げが見込まれるなど、2023年も物価高は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安の一服が見込まれること等により、2月以降のコアCPI前年比は+3%台前半に鈍化し、その後も徐々に伸び率は低下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。実際、2月の東京都区部のコアCPIは総合経済対策による電気代・ガス代の抑制策が下押し要因となったことで（コアCPI前年比の押し下げ効果は▲0.9%Pt）前年比+3.3%に鈍化するも、日銀版コアCPI（生鮮食品・エネルギーを除く総合）でみれば前年比+3.2%まで伸び幅が拡大している。特に、生鮮食品を除く食料は2月の値上げ集中で伸びが更に拡大（1月前年比+7.4%→2月同+7.8%）しているほか、サービス物価も小幅な伸び率拡大が継続している（1月前年比+1.2%→2月同+1.3%）。2023年前半までコアCPI前年比は+3%前後での推移が続き、物価高が家計の重石になる状況が続くだろう。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高止まる見通しだ。

期待が集まる春闘については、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。労働組合が要求した賃上げ率は4.49%と1998年以来の4%超えの高水準となったが、過去の実績をみると、要求水準が高いほど要求と実績の乖離が大きい傾向がある。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。内閣府「企業行動に関するアンケート調査」（2022年度）をみても、今後5年間の成長率見通しは+1.2%（前年調査：+1.0%）、業界需要見通しについても+1.7%（前年調査：+1.3%）と改善しているものの、4~5%台の賃上げ率の実現していた90年代前半と比べると依然として力不足である。期待成長率が十分に高まらず、将来の売上

日本銀行は2023年4～6月期に長期金利目標を撤廃、2024年10～12月期にマイナス金利を解除すると予想。2%物価目標達成には至らない中、ゼロ金利・量的緩和など緩和的な金融政策は継続される見通し

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。足元の物価高に対して「インフレ手当」のような一時的な支給で対応しつつも、ベースアップには慎重な企業も多いとみられる。現時点で、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%程度と予測しているが、この程度の賃上げでは前述した物価見通しに比して不十分だ。2023年も実質賃金は前年比マイナスでの推移が続く可能性が高いだろう。

物価高の中でも家計がコロナ禍で高まった貯蓄率を徐々に引き下げることによる下支え効果で個人消費は回復基調を維持しているが、さらなる引き下げ余地は限られてきている。家計貯蓄率は2023年の7～9月期にコロナ禍前の水準を下回る見通しであり、将来不安から家計は資産の取り崩し（貯蓄率のマイナス転化）に慎重になるとみられる中で、実質賃金の動向が個人消費に与える影響は今後さらに大きくなるだろう。実質賃金のマイナス継続を受け、財を中心に個人消費の回復ペースは緩慢なものになるとみている。

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。経済学者の植田和男氏が新総裁に起用される見通しだが、同氏はこれまで「拙速な引き締めは避けるべき」「当面は金融緩和を続ける必要がある」旨の発言をする一方、債券市場の歪みを踏まえ「異例の金融緩和枠組みの真剣な検討が必要」とも指摘しており、金融政策スタンスはタカ派（金融引き締めの的）でもハト派（金融緩和的）でもない「中間派」と言えるだろう。前述した賃金の見通しを踏まえると日本銀行の2%物価目標の達成は当面は見込み難しく、緩和的な金融環境は継続される一方で、副作用の大きい異次元緩和の枠組みは段階的に見直される可能性が高い。

現時点で、みずほリサーチ&テクノロジーズは2023年4～6月期に長期金利目標が撤廃されると予想している。前述したとおり物価上昇率が下げ渋り、欧米の政策金利も高止まりする中で、政策変更観測が強まることは避けられないだろう。日本銀行の債券市場サーベイでは2月調査における債券市場の機能度判断DIが▲64と過去最低を更新するなど、昨年12月の政策修正以降も市場機能の低下は解消されておらず、新体制の下で早期に長期金利目標の撤廃に踏み切る公算が大きいとみている。

マイナス金利の解除については、賃金・物価の持続的な上昇が確認されること、国内・世界経済が堅調であること等が条件になってくるため、長期金利目標の撤廃よりも解除時期は遅れるだろう。現時点で、みずほリサーチ&テクノロジーズは、2024年10～12月期にマイナス金利が解除されると予想し

ている。2024年度の名目賃金・物価はそれぞれ前年比+1%台半ば程度の伸びにとどまることが予想され、2%物価目標の達成には至らない可能性が高く、マイナス金利解除後もゼロ金利・量的緩和による緩和的な金融政策は継続されるとみている。

なお、金融政策の修正に伴い、長期金利は1%近傍まで上振れる可能性がある。仮に長期金利が0.5%Pt上昇（現状の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が▲0.2%程度下押しされる。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。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！

～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。