

日本経済情報 2022年8月号

Summary

【内容】

4～6月期 GDP は景気持ち直しを示唆

景況感は7月に悪化

小売販売統計は総じて7月も底堅い動き

輸出は米国向けの減少で増勢一服

設備投資は先行指標が拡大持続を示唆

今後の注目は人手不足への対応

労働需給はひっ迫し賃金上昇圧力高まる

成長のため設備投資の拡大は必至

強制貯蓄と所得増で個人消費の拡大続く

輸出は欧米景気の減速で伸び悩み

欧米減速の中で内需主導の拡大を維持

コアコア 2%定着で金融政策を修正

伊藤忠総研
チーフエコノミスト
武田淳
(03-3497-3676)
takeda-ats
@itochu.co.jp

副主任研究員
中浜萌
(03-3497-2894)
nakahama-moe
@itochu.co.jp

2024年度までの経済見通し～個人消費と設備投資を牽引役に

拡大傾向を維持、人手不足への対応が成長力を左右

4～6月期 GDP は明確なプラス成長となり、景気を持ち直しを確認。水準はコロナ前を回復。7月の景況感は個人消費関連で悪化が目立ったが、販売統計は総じて底堅い動き。輸出は米国向けの減少で増勢一服するも、設備投資は機械投資、建設投資とも拡大を継続。7月以降の景気は、個人消費が物価上昇やコロナ拡大で減速、輸出は停滞するも、設備投資の牽引により拡大を維持、7～9月期 GDP もプラス成長となる見込み。

今後の日本経済を見通す上では、労働力需給の行方とそれへの企業の対応が重要。経済成長が続くのであれば労働需給のさらなる逼迫は不可避であり、賃金上昇による雇用確保、および省力化・自動化に向けた投資拡大が求められる。そのため、個人消費は物価上昇の中でも「強制貯蓄」と雇用拡大・賃金上昇による所得増で拡大が続き、設備投資はコロナ期の過剰解消も相まって今後は成長実現と労働代替のため拡大が続こう。

輸出は欧米景気の減速で伸び悩みが、日本経済は内需の拡大により回復傾向を維持、2024年度にかけて潜在成長率を上回り続けよう。需給ギャップは解消、物価は内的要因による上昇に変わり、コアコア消費者物価は2%程度の上昇が定着、日銀に金融政策の修正を迫ると予想。

日本経済の推移と予測(年度)

| 前年比, %, %Pt | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|-------------|--------|-------|--------|-------|-------|
| | 実績 | 実績 | 予想 | 予想 | 予想 |
| 実質GDP | ▲4.5 | 2.3 | 2.2 | 1.7 | 1.5 |
| 国内需要 | ▲3.9 | 1.6 | 2.3 | 1.5 | 0.9 |
| 民間需要 | ▲6.3 | 2.1 | 3.0 | 1.9 | 1.2 |
| 個人消費 | ▲5.4 | 2.6 | 3.0 | 1.1 | 1.0 |
| 住宅投資 | ▲7.8 | ▲1.6 | ▲2.7 | 0.5 | ▲0.2 |
| 設備投資 | ▲7.7 | 0.6 | 3.9 | 3.6 | 2.2 |
| 在庫投資(寄与度) | (▲0.2) | (0.1) | (0.0) | (0.2) | (0.0) |
| 政府消費 | 2.5 | 2.0 | 1.3 | 0.9 | 0.8 |
| 公共投資 | 5.1 | ▲7.5 | ▲2.3 | ▲2.1 | ▲2.5 |
| 純輸出(寄与度) | (▲0.7) | (0.9) | (▲0.1) | (0.2) | (0.5) |
| 輸出 | ▲10.0 | 12.5 | 2.4 | 4.2 | 4.4 |
| 輸入 | ▲6.3 | 7.2 | 3.1 | 3.0 | 1.8 |
| 名目GDP | ▲3.9 | 1.3 | 3.7 | 3.5 | 3.0 |

4～6 月期 GDP は景気持ち直しを示唆

8月15日に発表された2022年4～6月期の実質GDP（1次速報値）は前期比+0.5%（年率+2.2%）となり、横ばい程度にとどまった前期（前期比年率+0.1%¹）から明確なプラス成長へ加速、景気が持ち直しつつあることを示した²（右図）。

また、実質GDPの水準は、コロナ直前となる2019年10～12月期を若干（0.2%）ながらも上回り、経済活動がコロナ前を回復したことも併せて確認された。ただ、2019年10月の消費税率引き上げ直前（2019年7～9月期）と比べると2.7%低く、十分な回復とは言い難いことも事実である。

主な需要の動向を見ると、4～6月期の個人消費の水準はコロナ直前を1.3%、輸出は2.3%も上回っているが、設備投資は2.6%下回っており、回復の遅れが目立っている。今後の景気復調の中心となるのが消費増税やコロナによる落ち込みからの回復を目指す個人消費であることは言うまでもないが、設備投資の回復度合いも景気回復の姿を大きく左右しよう。

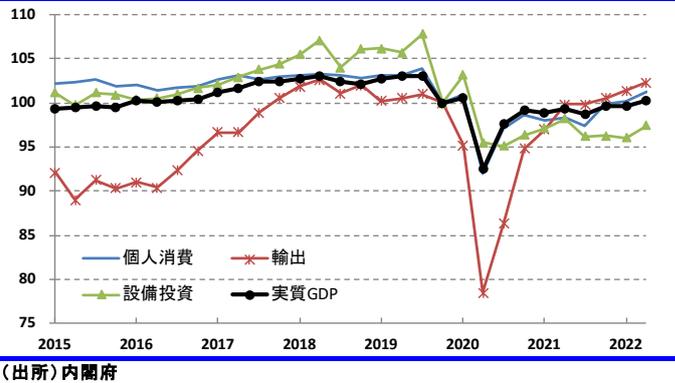
景況感は7月に悪化

ただ、足元の景気は芳しくない。景気ウォッチャー調査は7月に企業の景況感が悪化したことを示した。景気の現状判断（水準）は6月の46.5から41.2に低下、4～6月期に景気が持ち直す前の3月（42.1）の水準を下回った。なかでも、個人消費に関連の深い小売や飲食、サービスなど「家計動向関連」分野の現状判断指数が大きく悪化しており（6月46.1→7月38.8）、個人消費の持ち直しが一服した可能性を示唆した。

主な内訳を見ると（右図）、「小売関連」は5.2ポイントの低下（6月43.6→7月38.4）にとどまったが、「サービス関連」は9.4ポイント（50.3→40.9）、「飲食関連」に至っては18.0ポイント（51.4→33.4）もの大幅低下となった。新型コロナウイルスの感染が大幅に拡大し、外出を抑制する動きが出た影響とみられる。

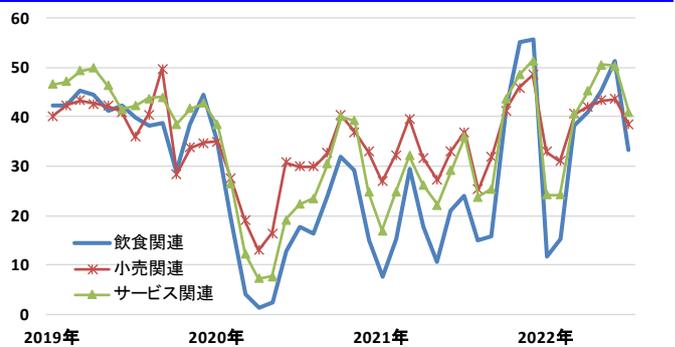
小売関連では、コンビニエンスストア（6月58.2→7月51.6）がかろうじて好不調の目安となる50を超えたものの、百貨店（57.4→42.7）は50を割り込み、回復を見せていた家電量販店（49.4→32.6）も大きく落ち込んだ。一方で、供給が回復しつつある³自動車販売店（38.3→38.3）は横ばい、スーパー（29.4→36.1）は低水準ながら改善するなど、コロナの影響による違いが見られた。

実質GDPと主な需要の推移（季節調整値、2019年Q4=100）



（出所）内閣府

景気ウォッチャー調査（現状判断、水準）



（出所）内閣府

¹ マイナス成長から上方修正された。

² 詳細は、2022年8月15日付 Economic Monitor 「日本経済：個人消費と設備投資が牽引し明確なプラス成長へ復調するも欧米に比べ遅れは顕著（2022年4～6月期GDP）」参照。<https://www.itochu-research.com/ja/report/2022/2222/>

³ 経済産業省「鉱工業指数」によると、自動車工業の生産は6月に前月比+14.1%の大幅増を記録した。

サービス関連では、旅行・交通関連（56.1→44.7）、レジャー施設関連（55.8→43.4）とも50を割り込んで低下、飲食関連と同様、外出抑制の影響が出たようである。

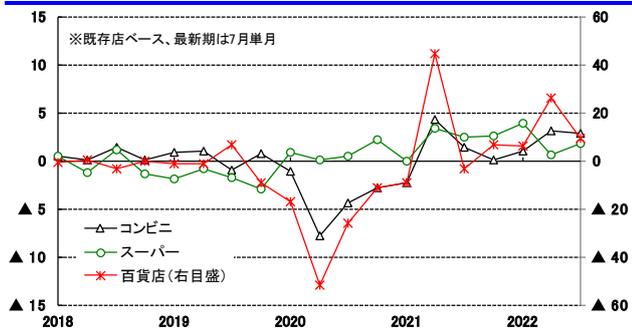
小売販売統計は総じて7月も底堅い動き

ただ、実際の販売データは、景気ウォッチャー調査が示す景況感ほど悪化していない。百貨店売上高（店舗数調整済）は、6月の前年同月比+11.7%から7月は+9.6%へ伸びが鈍化した。コロナ前となる2019年の同月と比べると6月の▲11.1%から7月は▲9.0%へ落ち込み幅が縮小しており、着実に復調している。主力の衣料品が持ち直したほか、身の回り品や宝飾品の好調が続いた。

コンビニ売上高（既存店）も、6月の前年同月比+3.8%から7月は+2.9%へ伸びが鈍化した。ただ、2019年の同月と比べると+0.9%から+2.1%へ改善しており、比較的良好な景況感につながったとみられる。

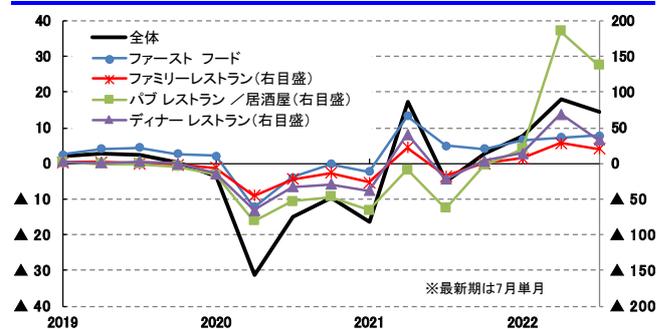
一方で、スーパー売上高（既存店）は、6月の前年同月比▲1.0%から7月は+1.8%へ改善した。主力の食料品（6月▲3.5%→7月▲0.2%）は巣籠り需要の下げ止まりによりマイナス幅が縮小、衣料品（+5.8%→▲0.1%）は落ち込んだが、行楽用品など日用雑貨を中心に住居関連品（+4.2%→+7.6%）が伸びを高め全体を押し上げた。7月は4～6月期（前年同期比+0.6%）と比べても改善しており、景況感の動きと整合的であった。さらに言えば、2019年との比較で6月の+4.1%から7月は+9.3%へ大きくプラス幅を拡大しており、景気ウォッチャー調査で50を大きく割り込んだままの現状判断は悲観的過ぎる感もあるが、仕入価格上昇による収益環境の悪化が景況感を押し下げている可能性がある。

業態別の小売売上高の推移（既存店、前年同期比、%）



（出所）日本百貨店協会、日本フランチャイズチェーン協会、日本チェーンストア協会

外食売上高の推移（前年同月比、%）



（出所）日本フードサービス協会

外食業界も、景況感は大幅に悪化した。売上は着実に回復している。7月の外食売上高は前年同月比+14.5%となり、6月の+19.9%から鈍化、回復の動きが後退したように見える。しかしながら、2019年の同月と比較すると6月の▲6.3%（4～6月期▲4.9%）に対して7月は▲0.6%とマイナス幅が大きく縮小、概ねコロナ前の水準を取り戻している。

業態別には、テイクアウトやデリバリーで着実に売り上げを伸ばしたファーストフードが2019年比で4～6月期の+6.7%から7月は+12.9%まで伸びを高め、全体を牽引した。また、パブレストラン・居酒屋も4～6月期の▲49.7%から7月は▲31.0%へ改善、依然として落ち込みは大きい急回復が続いている。一方で、ファミリーレストラン（▲13.7%→▲12.7%）は小幅改善にとどまり、ディナーレストラン（▲18.7%→▲23.0%）は改善が足踏みするなど、業態によって回復状況はまちまちである。

乗用車販売台数（新車）は、6月の前年同月比▲9.6%から7月は▲6.9%へマイナス幅が一段と縮小、当社

試算の季節調整値でも6月の前月比+3.0%に続き7月も+1.5%（年率352.8万台）と増加した。小型車の低迷が続いているものの、普通車が持ち直し、軽自動車は7月も高水準を維持し前年同月を上回った（+4.8%）。前述の通り、部品不足による生産遅延の影響は徐々に緩和されている模様である。

輸出は米国向けの減少で増勢一服

拡大傾向にあった輸出は、ここにきて陰りが見られる。モノ（財）の輸出動向を示す輸出数量指数は、当社試算の季節調整値で7月に前月比▲0.8%と6ヵ月ぶりのマイナスとなり、7月の水準は4～6月平均を0.2%下回った（右図）。

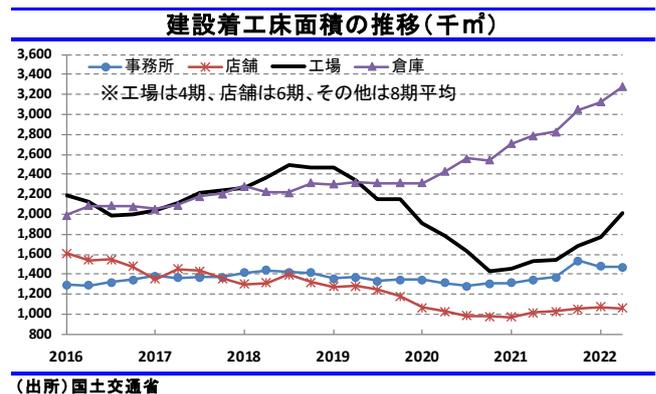
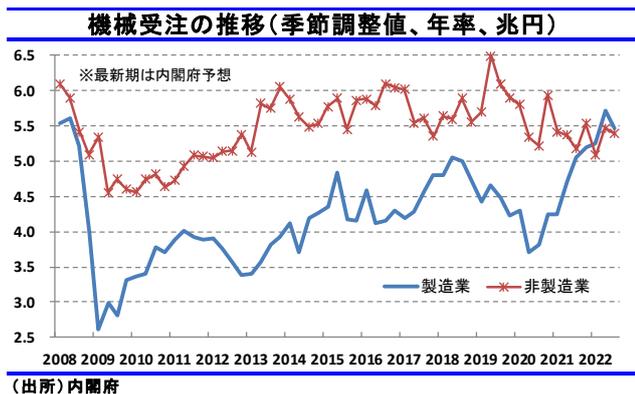
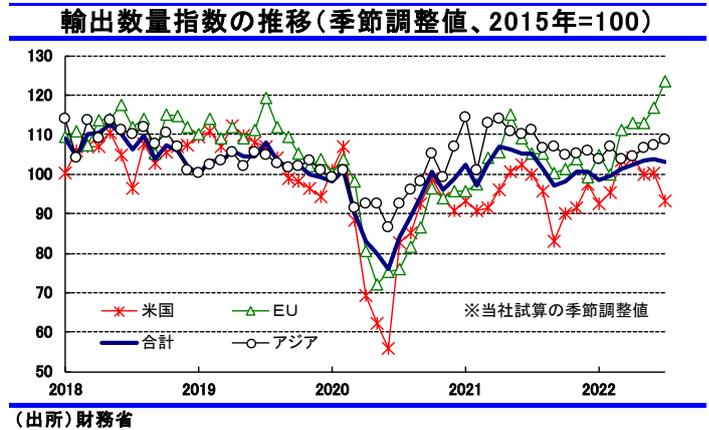
主な仕向け地別に見ると、アジア向けとEU向けは7月も増加が続き、7月の水準が4～6月平均をそれぞれ2.4%、8.1%上回ったが、すでに頭打ちしていた米国向けが7月は前月比▲6.8%と大きく減少、7月の水準は4～6月平均を7.8%も下回った。

アジア向けの増加は、中国向けが上海ロックダウンの解除に伴い回復したことが主因であり、自動車関連の持ち直しが顕著であった。また、EU向けの増加は、4～6月期まで堅調だった当地の景気動向を映じたものであろう。一方、米国向けは、自動車部品や鉄鋼の大幅減のほか、持ち直しの動きが見られていた自動車（完成車）が反落、プラスチックも頭打ちするなど幅広く悪化しており、景気減速を反映したものとみられる。

設備投資は先行指標が拡大持続を示唆

企業の設備投資のうち、機械投資の先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）は、6月に前月比+0.9%と小幅ながらも増加したため、4～6月期では前期比+8.1%もの大幅増加となった。翌7～9月期について内閣府は小幅減少（前期比▲1.8%）を予想しているが、仮にそうなったとしても4～6月期の大幅増の範囲内であり、機械投資の拡大傾向は変わらない。

業種別の内訳を見ると、製造業からの受注は4～6月期に前期比+9.1%と増勢が加速、7～9月期は▲4.5%と減少が見込まれているが、それまで5四半期連続で拡大してきた増勢が若干弱まる程度である（左下図）。非製造業からの受注も4～6月期は前期比+7.6%と前期（1～3月期）の落ち込みを取り戻す勢いであり、7～9月期は小幅減（▲1.5%）が見込まれているが、下げ止まりから持ち直しを窺う状況と言える。



建設投資も、先行指標である建設着工床面積（民間非住宅）が1～3月期の前年同期比▲1.4%から4～6月期は前年同月比+9.1%とプラスを回復した。建設投資は着工から完成までの工期が長いという特徴を考慮すると、着工床面積が2021年10～12月期に前年同期比+32.0%と急増して以降、建設投資の増加傾向が続いており、今後も当面は増勢を維持するとみて良いだろう。

なかでも、前年比で着工床面積の大幅増が続く「工場」（10～12月期前年同期比+44.8%→1～3月期+24.2%→4～6月期+48.1%）や、高い伸びを維持する「倉庫」（+56.0%→+7.3%→21.6%）は、工事の進捗ペースでも力強い拡大を続けているとみられる（前頁右下図）。

今後の注目は人手不足への対応

こうした足元の状況を踏まえると、7～9月期の実質GDP成長率は、輸出が前期比で横ばい程度に減速するものの、個人消費が6月までの回復により高まった水準を9月にかけて維持すること（前期比小幅増）、設備投資が増勢を強めること（前期比伸び拡大）、公共投資も増勢を維持すること（前期比増を維持）から、プラス成長が続くと予想される。9月の情勢次第ではあるが、4～6月期の前期比+0.5%（年率+2.2%）を上回るプラス成長となる可能性は十分にある。

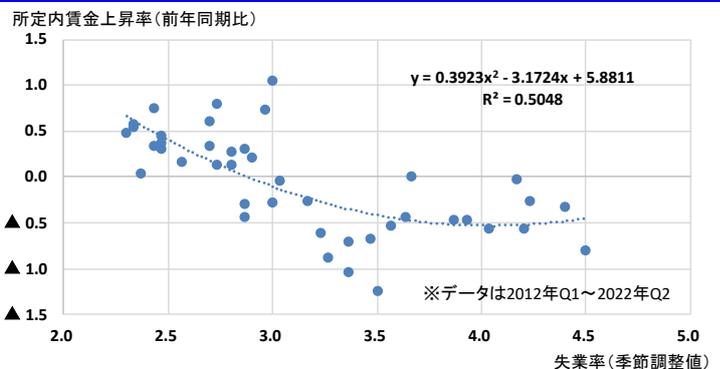
その先1～2年の日本経済を見通す上で最大の注目点は、人手不足の状況とそれへの企業の対応である。労働力の不足による労働需給の逼迫は、賃金上昇につながる一方で経済成長を目指すうえでの制約となる。どの程度賃金を引き上げ労働力を確保し、そのコスト増を価格に転嫁するのか、逆に必要な労働力のうちどの程度を省力化・機械化で補うため設備投資を拡大（資本代替）するのかが、今後の日本経済の姿を大きく左右しよう。

労働需給はひっ迫し賃金上昇圧力高まる

人手不足、すなわち労働需給が逼迫している様子は、複数の指標で確認できる。代表的な労働需給の指標である失業率は、4月に2.5%まで低下、5～6月は2.6%へ上昇したものの、コロナ禍で3%程度まで悪化した2020年後半より低く、人手不足が騒がれたコロナ前（2019年12月）に記録した2.2%に迫っている。

労働需給のひっ迫度合い（失業率）の限界は、賃金ないしは物価の上昇を加速させるかどうかを基準として判断するのが一般的であるが、賃金や物価が下落していた日本においては、この考え方を当てはめにくい⁴。そのため、最近10年程度の失業率と賃金上昇率（所定内賃金＝基本給）の関係を見ると（右図）、失業率が高いほど賃金上昇率は低い傾向があり、失業率が2.9%を切った辺りから所定内賃金は前年比で上昇する関係が見て取れる。さらに、失業率が低いほど賃金がより上昇しやすい傾向も確認でき⁵、最近の2.5～6%という

失業率と所定内賃金上昇率の関係(%)



（出所）総務省、厚生労働省

⁴ 物価の上昇を加速させない下限の失業率をNAIRU（ナイル：The Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment）と呼び、日本のNAIRUの推計は様々な機関で試みられているが、結果は多様である。

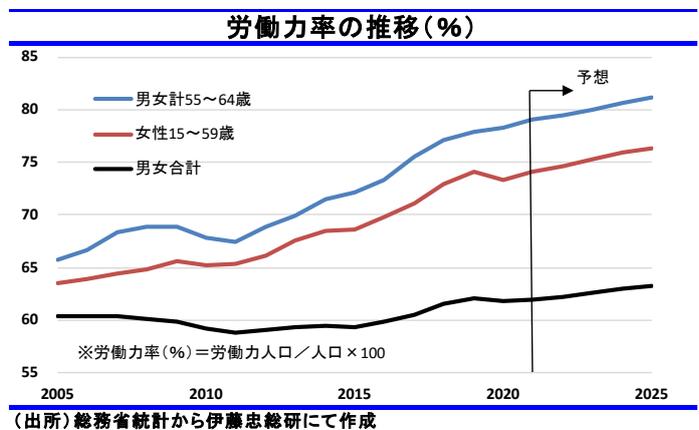
⁵ 両者の関係は、失業率が3%程度の場合、失業率の0.1%ポイント低下に対し所定内賃金の上昇率は0.08%ポイント高まるにとどまるが、失業率が2%程度まで低下すると、失業率0.1%ポイントの低下で所定内賃金の上昇率は0.16%高まることを示している（図中の関係式参照）。

失業率が示す労働需給は、少なくともここ 10 年間の中では、かなり賃金上昇が加速しやすい位置にある。

今後は、景気の復調に伴い労働需給の更なる逼迫が必至である。一般的に、経済成長率に対する雇用の変化率（弾力性）は 0.6~0.7 程度、つまり 1%の経済成長で労働力は 0.6~0.7%増加するとされ、これを数に直すと直近（2022 年 6 月）で 6,736 万人の就業者数が年間 40~47 万人増える計算になる。

一方で、労働力の供給余地は乏しい。労働力のベースとなる 15 歳以上人口は、国立社会保障・人口問題研究所の試算によると、2015 年の 1 億 1,115 万人から 2020 年に 1 億 1,025 万人へ 5 年間で 90 万人（年平均 18 万人）減少した。さらに、2025 年にかけて 1 億 847 万人へ 178 万人（平均 36 万人）減少する見通しである。そのため、これまでは人口全体のうち労働力として市場に出てくる割合（労働力率）を高めることで人口の減少をカバーし、労働力を補ってきた。今後も同様である。

男女合わせた全体の労働力率は、当社の試算によると 1992 年の 64.0%をピークに低下、2011 年には 58.8%まで落ち込んだが、以降は上昇に転じ、コロナ前の 2019 年には 62.1%まで 3.3%ポイント水準を高めた（右図）。その結果、労働力人口は 2015 年の 6,598 万人から 2020 年には 6,868 万人へ 5 年間で 271 万人（年平均 54 万人）も増加した。さらに、2025 年にかけても労働力率の上昇が続き、労働力人口は 6,964 万人へ 95 万人（平均 19 万人）増加すると予想した。



このところ労働力率の上昇が目立つのは、第一に高年齢層であり、55~64 歳の労働力率（男女計）は 2011 年の 67.4%から 2019 年には 77.9%へ 10.5%ポイントも上昇、65 歳以上の労働力率（男女計）も 19.4%から 25.3%まで 5.9%ポイント上昇している。第二は女性であり、いわゆる現役世代（15~59 歳）の女性の労働力率は、2011 年の 65.3%から 2019 年には 74.2%まで 8.9%ポイントも上昇している。

高齢者の労働力率が上昇した背景には、政府による高年齢者雇用政策がある。2000 年には、①65 歳までの定年引上げ、②定年制の廃止、③希望者全員を対象とする 65 歳までの継続雇用制度の導入、のいずれかの「高年齢者雇用確保措置」が努力義務とされ、2006 年にはこれを対象者の限定を可能としつつ義務化、2013 年には希望者全員に対して義務化された。そして、2021 年には、①70 歳までの定年引上げ、②定年制の廃止、③70 歳までの継続雇用制度の導入、④70 歳まで継続的に業務委託契約を締結する制度の導入、⑤70 歳まで継続的に事業主が関係する特定の事業に従事できる制度の導入、のいずれかの「高年齢者就業確保措置」が努力義務化された。

こうした措置や年金受給年齢の引き上げ、女性に関しては育児支援政策の拡充などにより、今後も上記のように労働力率の上昇傾向が続くとすれば、2025 年にかけて 15 歳以上人口が年間 36 万人減少するなかでも、年 19 万人程度の労働力は確保できそうである。ただ、それでも 1%の経済成長に必要な年間 40~47 万人の労働力需要ですら賄いきれない。そのため、今後も失業者の労働力化、すなわち失業率の低下という形での労働力の捻出も続くことになり、失業率は 2024 年に 1%台へ突入する可能性もあろう。いずれにしても、海外から大量に労働力が入ってこない限り、賃金上昇圧力が一層高まることだけは間違いない。

成長のため設備投資の拡大は必至

人手不足による賃金上昇加速は、省力化・自動化によって労働力の増加を抑えるための投資を拡大させる。

最近の設備投資の拡大は、既にそうした要素が多分に含まれているとみられるが、そもそも2020年度から2021年度にかけて、コロナ禍で設備投資が抑制されたことから、生産設備の総額(資本ストック)は前年比でマイナスが続いていた(右図)。その結果、設備の過不足を示す日銀短観の生産・営業用設備判断DIは、コロナ禍中の2020年半ばに+16まで過剰感が強まったが、2022年3月調査ではゼロ、6月調査でも+1と過剰感はほぼ解消されている。

そのため、今後も経済成長を目指すのであれば、それに見合った水準まで生産力を高めるに足る設備投資の規模が必要となり、さらに労働力の不足を補うためには、より大きな投資が求められる。

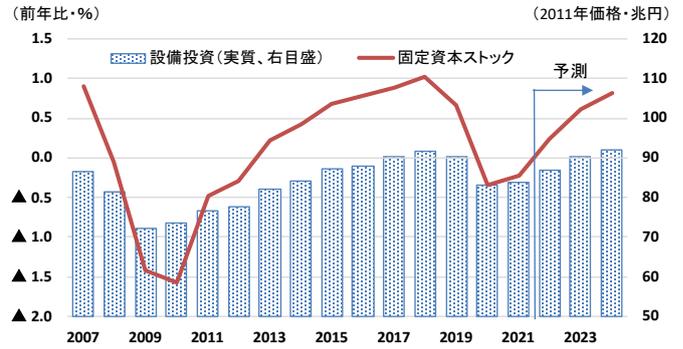
今年3月に公表された内閣府の「企業行動に関するアンケート調査(2021年度)」によると、企業の成長率見通しは今後3年間平均で1.1%、5年間平均で1.0%であった。すなわち、企業の期待成長率は概ね1%程度ということになるが、人手不足への対応分を加味すると、それ以上のペースで生産設備が積み上がるほどの設備投資が行われるとみるべきであろう。

その様子を、設備投資の規模と設備の積み上がり状況を示した資本ストック循環図で表すと(上図)、設備投資は2022年度後半に期待成長率1%のラインを超えて拡大、その後は期待成長率1~1.5%に見合った範囲で推移するイメージである。この場合、設備投資は2022年度から2023年度にかけて前年比+4%程度の力強い拡大を続けることになる。この間、金融緩和が継続されるであろうことも、投資拡大を支える要因となろう。

強制貯蓄と所得増で個人消費の拡大続く

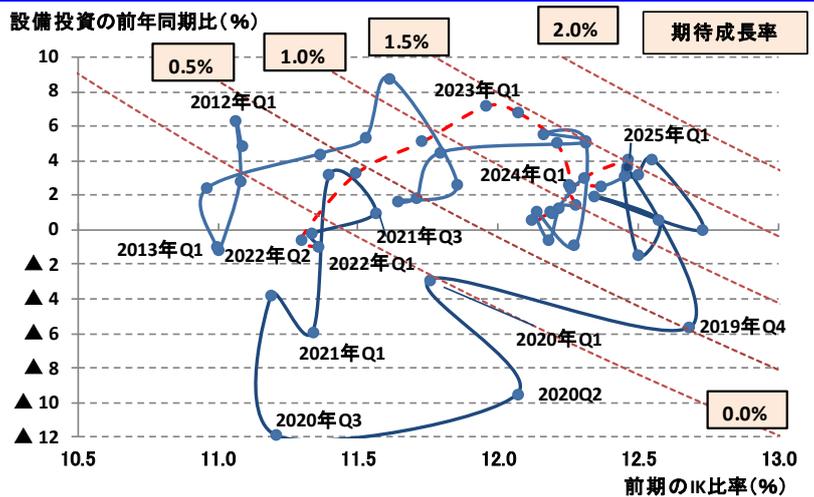
個人消費は、コロナ禍で抑制されていた旅行や飲食などのサービス需要が、「強制貯蓄」の取り崩しにも支えられ⁶、当面の回復の主役となろう。2022年度は雇用が拡大(前年比+0.8%)、賃金も上昇し(+1.7%)、

設備投資額と資本ストックの伸び(季節調整値・兆円、%)



(出所)内閣府、予測は伊藤忠総研

民間企業資本ストック循環図

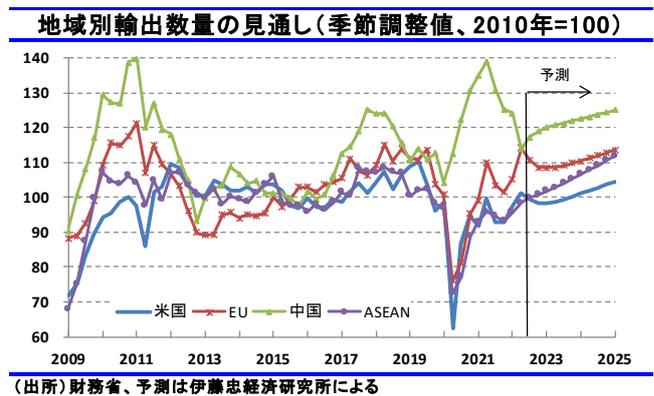
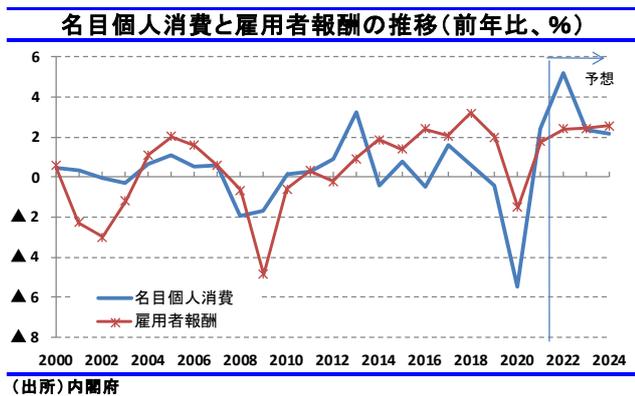


(出所)内閣府公表資料を基に伊藤忠経済研究所にて試算

⁶ 強制貯蓄の規模については、2022年6月17日付 Economic Monitor 「強制貯蓄」は勤労者世帯のみで約20兆円 一家計調査を用いた所得階層別消費支出の分析と試算」参照。 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2022/2204/>

雇用者全体が受け取る所得（雇用者報酬）は前年比+2.4%へ伸びを高めるが、個人消費（名目）はそれを大きく上回る前年比+5.2%まで伸びが高まると予想する（下左図）。なお、それでも2022年度の個人消費の水準は、消費増税前のピークである2018年度を1.4%上回るにとどまり、この間の雇用者報酬の増加（4.7%）と比べれば決して水準が高いわけではないことが分かる。

2023年度以降についても、雇用の拡大が続き、賃金の上昇ペースは加速するため、雇用者報酬は前年比2%台半ばの安定した拡大を維持すると予想される。こうした中で、個人消費（名目）も雇用者報酬と同程度の伸びは期待できるため、1%強の物価（消費デフレーター）上昇を見込んでも、実質で1%程度の拡大が続く見通しとなる。



輸出は欧米景気の減速で伸び悩み

輸出は、今後、中国向けが持ち直し、ASEAN 向けは底堅い拡大が続く一方で、景気の停滞が見込まれる欧米向けが減少するため、円安という追い風を受ける中でも、数量面では景気の牽引役として多くを期待できない。欧米向け輸出が回復に向かうのは2023年後半頃、中国向けは構造的な問題を抱えて成長鈍化が見込まれるため回復ペースは緩慢なものにとどまるとみられ、数量ベースの財の輸出（輸出数量指数）は2022年度で前年比1%台、2023年度も2%程度の増加にとどまろう（上右図）。2024年度以降は世界経済の回復を背景に輸出の増勢が強まるとみられるが、米中対立が深まり対中輸出に対する何らかの制約も懸念されるため、輸出の先行きはASEAN向けがカギを握ることとなろう。

サービス輸出については、政府の入国規制の緩和に伴い訪日外国人数が徐々に増加し、インバウンド需要は2023年度にかけて増勢を強めていこう。ただ、コロナ感染の再拡大リスクは依然残しており、特に訪日外国人の最大シェアを占める中国においてゼロコロナ政策により回復が遅れるとみられるため、その回復ペースは緩慢なものにとどまり、コロナ前2019年度の水準に戻るのには2024年度前半となろう。

欧米減速の中で内需主導の拡大を維持

以上を踏まえると、今後、2023年度にかけての日本経済は、欧米景気の減速に伴い輸出が伸び悩む中、個人消費は物価上昇という逆風下においても雇用増や賃金上昇に支えられ拡大基調を維持、企業の設備投資は労働力不足を補いつつ成長を目指して増勢を強めるなど、国内需要を牽引役としてコロナ禍による2年間の停滞を取り戻す動きを続けるとみられる。

その結果、2022年度の実質GDP成長率は前年比+2.2%、2021年度並みのプラス成長を維持すると予想する。純輸出（輸出－輸入）の成長率に対する寄与は大きく低下（2021年度+0.9%Pt→2022年度▲0.1%

Pt) する一方で、個人消費の堅調拡大が続き（2021 年度前年比+2.6%→2022 年度+3.0%）、設備投資が大きく伸びを高め（+0.6%→+3.9%）、成長を支える（下表）。

2023 年度は、米国⁷や欧州⁸がゼロ成長まで減速する中、前年比+1.7%と比較的高い成長を維持する見通しである。個人消費もペントアップデマンド（リベンジ消費）の一巡で大きく減速するが、輸出が年度後半に持ち直すことで純輸出の寄与がプラスに転じる中、設備投資の堅調拡大が景気を支える。

2024 年度は、個人消費が緩やかな拡大を続ける中、欧米景気の持ち直しを受けて純輸出の寄与が高まる一方で、設備投資の拡大に陰りが出始めることから、成長率は前年比+1.5%へ鈍化すると見込む。

先に触れた通り、ここで示した日本経済の見通しは、人手不足に対して企業が持続的成長を目指して賃金引き上げによる労働力の確保や設備投資の拡大を積極的に行うことを前提としている。企業を取り巻く環境は、国際商品相場の高騰や円安がコストを上昇させるとともに、消費者の購買力を押し下げ需要を減退させるほか、米中対立の激化を筆頭とする地政学的リスクの高まりに伴う経営環境の不透明さなど、ネガティブな材料は多いが、物価上昇は欧米に比べるとかなり抑制されており、輸出企業の業績や対外投資における円安メリットは大きく、金融緩和の継続が当面見込まれることなど、ポジティブな面も少なくない。そのため、この前提が実現する可能性は高いと考える。

ココアの2%定着で金融政策を修正

こうした景気動向の下、物価上昇の主因は、これまでの対ロシア制裁に起因するエネルギー・鉱物資源や一部の食料などの価格高騰といった外的なものから、今後は需要回復に伴う財・サービスの需給引き締まりを背景に輸入コストや賃金上昇の転嫁を進めるといった内的なものへシフトしていくと予想される。

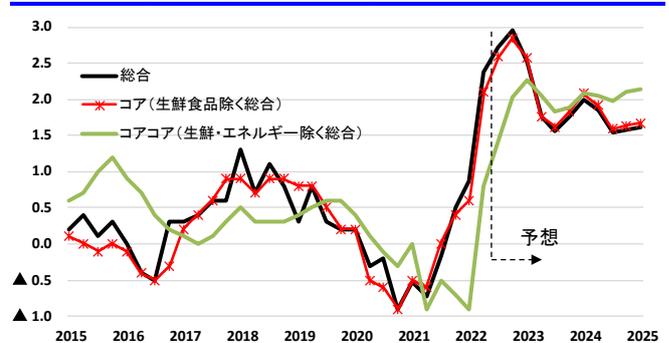
具体的な数字で示すと、日銀が目標の対象とする「コア消費者物価」（全体から生鮮食品だけを除いたもの）は、エネルギー価格の上昇を主因に4月以降、4か月連続で目標の前年比2%を上回っており、今後は

日本経済の推移と予測(年度)

| 前年比,%,%Pt | 2020 実績 | 2021 実績 | 2022 予想 | 2023 予想 | 2024 予想 |
|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 実質GDP | ▲4.5 | 2.3 | 2.2 | 1.7 | 1.5 |
| 国内需要 | ▲3.9 | 1.6 | 2.3 | 1.5 | 0.9 |
| 民間需要 | ▲6.3 | 2.1 | 3.0 | 1.9 | 1.2 |
| 個人消費 | ▲5.4 | 2.6 | 3.0 | 1.1 | 1.0 |
| 住宅投資 | ▲7.8 | ▲1.6 | ▲2.7 | 0.5 | ▲0.2 |
| 設備投資 | ▲7.7 | 0.6 | 3.9 | 3.6 | 2.2 |
| 在庫投資(寄与度) | (▲0.2) | (0.1) | (0.0) | (0.2) | (0.0) |
| 政府消費 | 2.5 | 2.0 | 1.3 | 0.9 | 0.8 |
| 公共投資 | 5.1 | ▲7.5 | ▲2.3 | ▲2.1 | ▲2.5 |
| 純輸出(寄与度) | (▲0.7) | (0.9) | (▲0.1) | (0.2) | (0.5) |
| 輸出 | ▲10.0 | 12.5 | 2.4 | 4.2 | 4.4 |
| 輸入 | ▲6.3 | 7.2 | 3.1 | 3.0 | 1.8 |
| 名目GDP | ▲3.9 | 1.3 | 3.7 | 3.5 | 3.0 |
| 鉱工業生産 | ▲9.6 | 5.7 | 3.2 | 3.5 | 1.4 |
| 失業率(%、平均) | 2.9 | 2.8 | 2.4 | 2.2 | 2.0 |
| 経常収支(兆円) | 16.3 | 12.7 | 15.6 | 20.9 | 24.9 |
| 消費者物価(除く生鮮) | ▲0.7 | 0.1 | 2.5 | 1.8 | 1.7 |

(出所)内閣府ほか、予想部分は伊藤忠総研による。

消費者物価の見通し(前年同月比,%)



(出所)総務省、予想は伊藤忠総研

⁷ 米国経済の見通しについては、2022 年 8 月 25 日付 Economic Monitor 「米国経済：2023 年前半にかけて停滞感が一層強まる（改定見通し）」参照。 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2022/2224/>

⁸ 欧州経済の見通しについては、2022 年 8 月 26 日付 Economic Monitor 「欧州経済はスタグフレーション突入（改定見通し）」参照。 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2022/2225/>

2023 年初にかけて一段と伸びを高めた後、エネルギー価格の下落により 2023 年半ばには一旦目標の 2% を下回って鈍化すると見込まれる。

一方で、「コア」からエネルギーも除いた「コアコア消費者物価」は、7 月時点で前年比+1.2%にとどまっているが、今後は価格転嫁の動きが広がるとともに徐々に伸びを高め、2022 年末には 2%に到達、2023 年に入っても賃金上昇を反映したサービス物価の上昇などから 2%前後で推移すると予想する。

こうした物価の動きを日銀がどのように評価するのが、今後の金融政策を大きく左右する。日銀のターゲットはあくまでもコアであるが、現在、2%の目標に達していることについて、エネルギー価格上昇による「一時的」なものとし、金融緩和を継続している。この考え方を当てはめると、予想通りエネルギー価格の下落によりコアが 2023 年半ばにかけて目標の 2%を割り込んだ場合も、より根底の物価の基調であるコアコアが 2%を超えて上昇していれば、コアの 2%割れを「一時的」と判断するのが合理的である。つまり、今後はコア消費者物価よりもコアコアの方が重要な指標となり、仮にコアコアが年内にも 2%に到達し、それが定着すると見通せる状況であれば、日銀は 2023 年前半にも金融政策の修正に踏み切る可能性があるともみておくべきであろう。

その場合、まずは緩和方向を意識する形となっている現行のフォワードガイダンス、「現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している」という姿勢を中立方向に修正することが手始めとなろう。さらに、コアがどのような水準にあり、コアコアの 2%定着の実現可能性が高まれば、いよいよ金融緩和の縮小、政策金利の引き上げに踏み切ることになる。上記の景気と物価の見通しを前提とすれば、その時期は 2024 年前半となろう。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠総研が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。