

日本経済情報 2022年9月号

Summary

【内容】

脱コロナで出遅れる日本経済

物価上昇は逆風ながら欧米より弱い

金融緩和の継続が投資や消費の拡大を後押し

企業は賃金引上げや投資拡大を迫られる

インバウンド需要は本格回復へ

個人消費はコロナ拡大で再スタートに遅れ

設備投資は拡大持続

欧米減速の中で内需主導の拡大を維持

日本経済の回復が続く5つの理由（改定見通し）

世界経済は物価上昇とその抑制のための利上げにより来年前半にかけて急減速する見込み。そうした中でも日本経済は回復に向けた動きを維持すると見込んでおり、その理由は以下の5つ。

第一は、脱コロナに出遅れたこと。日本の経済活動は2022年4～6月期にようやくコロナ前を回復したところであり、米欧より半年から1年も遅れている。第二は消費者物価の上昇率が低いこと。実質賃金は1%強のマイナスであるが、米英の3%、ドイツの7%ほどではない。

第三は金融緩和が続くこと。黒田総裁の言う2～3年より利上げは早まるかもしれないが、欧米景気回復まで内需拡大の後押し役を期待できる。第四は企業が雇用拡大や賃上げ、設備投資の拡大を迫られること。人手不足は極まり、減少に転じている設備ストックの積み上げは必至。第五は政府の方針転換を受けたインバウンド需要の回復である。

以上から、今後の日本経済は、当面、内需主導で拡大傾向を維持し、欧米景気が回復に転じる2023年度後半以降は、輸出が復調する一方で個人消費は自然体の伸びへ落ち着き、設備投資も拡大局面が一巡、徐々に巡航速度へ減速していくと予想する。

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	1.3
国内需要	▲3.9	1.5	2.3	1.3	1.1
民間需要	▲6.3	2.1	3.0	1.6	1.4
個人消費	▲5.4	2.6	2.9	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	4.2	3.6	2.2
在庫投資(寄与度)	(▲0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.2)
政府消費	2.5	2.0	1.4	0.8	0.8
公共投資	5.1	▲7.5	▲3.8	▲2.3	▲2.2
純輸出(寄与度)	(▲0.7)	(0.9)	(▲0.1)	(0.5)	(0.2)
輸出	▲10.0	12.5	2.7	3.7	3.9
輸入	▲6.3	7.2	3.3	1.3	3.1
名目GDP	▲3.9	1.3	3.8	3.6	2.8

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

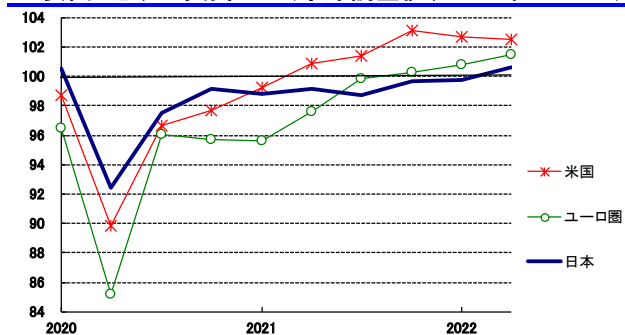
脱コロナで出遅れる日本経済

世界経済は、原油などの資源エネルギーや食料価格の高騰による物価上昇と、その抑制のための政策金利引き上げにより、今年後半から来年前半にかけて急減速する見込みである¹。ただ、そうした中でも日本経済は、回復に向けた動きを維持すると当社では見込んでいる。

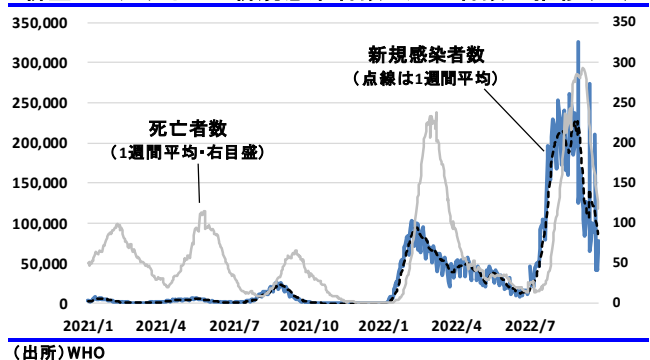
その理由を挙げると、まず第一は、脱コロナに出遅れたことである。実質 GDP を経済活動の水準と看做すと、コロナ直後の日本経済の落ち込みは米欧ほどではなかったが（下左図）、ワクチン普及で先行した米国は景気優先の政策を進めたこともあり経済活動が急回復し、2021年4～6月期には早くもコロナ直前（2019年10～12月期）の水準を上回った。ユーロ圏でも2021年に入り行動制限の緩和が進んだことから急回復を見せ、10～12月期にはコロナ前の水準を上回り、その後も着実な回復を見せた。一方、日本は東京五輪の開催を控え感染抑制を優先したこともあり2021年秋頃まで停滞が続き、その後もコロナ感染収束と拡大により一進一退で推移、2022年4～6月によりややくコロナ前の水準を回復したところである。要するに、日本の脱コロナは欧米に比べ半年以上遅れてスタートを切ったことになる。

しかも、スタート直後に新規感染者数が1日20万人を超える世界一レベルのコロナ感染拡大に見舞われ（下右図）、出鼻をくじかれる格好となった。9月に入り、ようやくコロナ感染のピークアウトが鮮明になっており、サービス消費の回復に牽引されるであろう脱コロナの動きは、これから本格化することになる。

主要国・地域の実質GDP(季節調整値、2019年Q4=100)



新型コロナウイルス新規感染者数と死亡者数の推移(人)



物価上昇は逆風ながら欧米より弱い

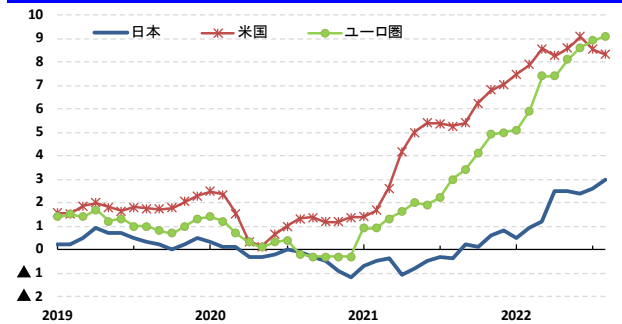
第二は、欧米に比べ消費者物価の上昇率が低いことである。もちろん、日本の物価上昇も加速しており、8月の消費者物価上昇率（総合）は前年同月比+3.0%、消費増税の影響を除けば1991年11月以来となる高い伸びを記録した（次ページ左上図）。ただ、同じ8月の米国の消費者物価上昇率は前年同月比+8.3%、ユーロ圏は+9.1%と、いずれも日本の3倍の上昇ペースである。

こうした物価の上昇は、賃金の上昇を目減りさせる形で景気に悪影響を与える。その指標となるのは賃金上昇から物価上昇分を除いた実質賃金上昇率であり、その動きを見ると（次ページ右上図）、米国では2022年に入り賃金上昇率が5%台まで上昇する一方で、物価上昇率は8%を超えてきているため、実質賃金は前年比で3%程度落ち込んでいる。英国も概ね同様の状況であり、ドイツに至っては賃上げが1%台にとどまった一方で物価上昇率は8%を超えてきているため、実質賃金は7%も落ち込んでいる。対する日本は、物

¹ 当社の予想は、2022年9月2日付 Economic Monitor 「世界経済改定見通し～物価と金利の上昇で2023年にかけて停滞続く」参照。 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2022/2233/>

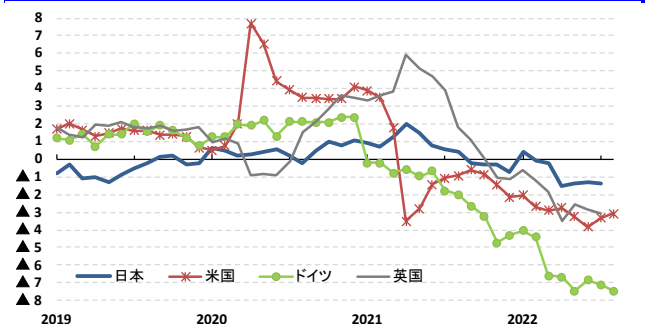
値上昇率が 2022 年 4 月以降 2%を超えているが、所定内賃金（基本給）の上昇率も 3 月以降は 1%を超えているため、実質賃金は 1%強の落ち込みにとどまっている。日本における物価上昇の影響は、少なくとも欧米と比べる限り、さほど大きくはない。

主要国・地域の消費者物価上昇率(総合、前年同月比、%)



(出所)総務省、米国労働省、Eurostat

主要国の実質賃金上昇率(前年同月比、%)



(出所)厚生労働省、総務省、米国労働省、独連邦統計局、英国家統計局、Eurostat

それでも実質所得の落ち込みが個人消費に逆風であることに変わりはないが、この程度でとどまる限りは、政府の特別給付金やコロナ禍で消費を抑制したことで手元に残ったお金、いわゆる「強制貯蓄」で穴埋めできる範囲であろう。当社の試算²では、強制貯蓄は年間消費額の約 11%相当にも上っており、実質所得の落ち込みをカバーするには十分である。さらに、政府は GoTo トラベルの後継として「全国旅行支援」を 10 月 11 日から実施するとした。出遅れていたサービス分野の消費も、旅行や飲食を中心に 10~12 月期には回復が期待できそうである。

金融緩和の継続が投資や消費の拡大を後押し

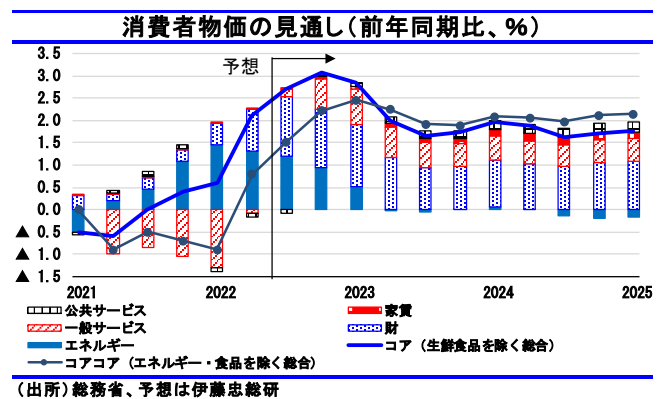
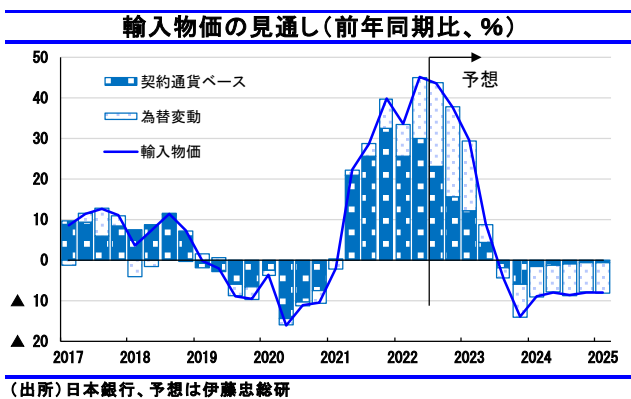
第三は、急ピッチで利上げが進められている欧米とは異なり、日本では金融緩和が続くことである。前述の通り日本の消費者物価も上昇率が高まっており、日銀が金融政策を判断する際に参考とするコア消費者物価（生鮮食品を除く総合）で見ても 8 月は前年同月比+2.8%まで伸びを高め、日銀が目標とする 2%を既に大きく上回っている。それでも、日銀は 9 月 21~22 日の金融政策決定会合で現状の超金融緩和（大規模量的緩和+短期マイナス金利）の維持を決めた。さらに、会合後の記者会見で黒田総裁は「当面（2~3 年）は金利を上げない」と断言、必要に応じて追加緩和を行う姿勢（いわゆる「緩和バイアス」）であることも改めて確認した。

日銀が金融緩和の維持を決めたのは、現在の消費者物価の上昇が専らエネルギーなどの資源や食料品の国際相場の高騰や円安といった国外の要因によるものであり、一時的なものである可能性が高いと判断しているからである。しかしながら、エネルギーや食品を除いたコアコア消費者物価も 8 月は前年同月比+1.6%と 2%に近づいてきており、国内の物価上昇圧力も着実に高まっている。こうした状況に加え、黒田発言を受けて為替相場が一時 1 ドル=145 円を超えて円安が進んだことも踏まえると、2 年以上という長期に渡って金融政策を引き締め方向で修正しないと切り切る必要性があったのかは甚だ疑問である。むしろ円安を加速させてまで物価上昇を促したいという意図だとも解釈できそうである。いずれにしても、日本では少なくとも当面、当社では 1 年から 1 年半程度を想定しているが、その間は超低金利が続き、企業の設備投資のほか、住宅投資や高額商品の購入を後押しすることとなる。

² 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」。 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2022/2204/>

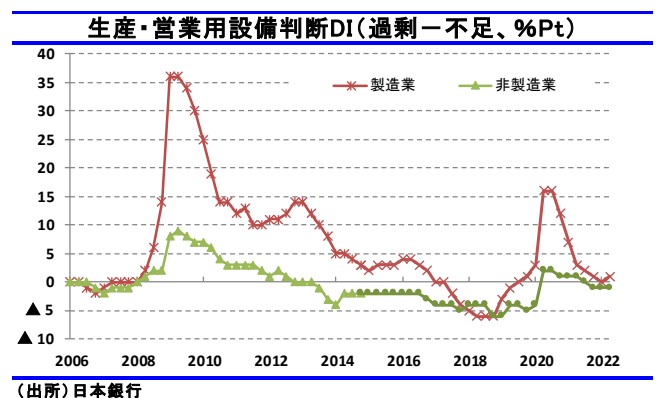
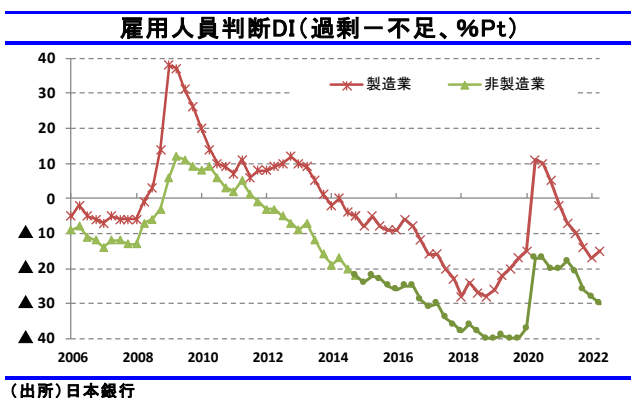
とはいえ、今後の国内物価は、エネルギー価格上昇の影響は一巡するものの、円安による物価の押し上げはこれからピークを迎え、2023年半ば頃まで続く見通しである（下左図）。最近の輸入物価の動きを見ると、8月は前年同月比+42.5%となり前月の+49.1%から若干鈍化しピークを打ったようであるが、8月の上昇率のうち契約通貨（外貨建て）ベースは21.7%Pt、残る20.8%Ptは為替変動によるものであり、既に輸入物価の上昇の約半分は円安によるものである。原油など資源価格はピークアウトしてるため、輸入物価は今後、契約通貨ベースで急速に伸びが鈍化するものの、しばらくは円安による押し上げが続き、2022年中は前年比3割以上の高い伸びを維持すると見込まれる。

そうした中で、景気の持ち直しによる国内需給ギャップの縮小に伴って川下への価格転嫁も進み、コア消費者物価は2022年中にも前年比3%を突破、コアコアでも2%に到達しよう。さらに、今後は一段と賃金が上昇し物価上昇圧力が強まるとみられ（詳細下記）、2023年以降もコアコアは2%程度の推移が続こう。そのため、2023年中には消費者物価上昇率が安定的に2%程度で推移する姿が視野に入るとみられ、2023年4月の日銀総裁交代後は金融緩和縮小の準備が始められると予想する。



企業は賃金引上げや投資拡大を迫られる

第四は、企業が雇用拡大ないしは確保のための賃上げ、設備投資の拡大を積極化することである。企業の雇用過不足感を示す日銀短観の雇用人員判断DI（過剰-不足）は、コロナ禍により製造業でプラス、すなわち過剰感が強まり、非製造業でも不足感がかなり後退したが、2022年6月調査では製造業▲15%Pt、非製造業▲30%Ptと、ともに大幅な不足超過状態となっている（下左図）。



こうした人手不足極まる状況の下、失業率は7月も2.6%という低水準が続いており、前月号³でも指摘した通り、賃金の上昇が加速しやすい状況となっている。今後、日本経済が脱コロナに向かう中で、企業は雇用を回復・拡大させると同時に、雇用確保のため一段の賃金の引き上げを迫られることとなる。

また、同じく日銀短観の生産・営業用設備判断DI（過剰-不足）は、6月調査で製造業+1、非製造業▲1といずれも生産用ないしは営業用の設備が概ね過不足ない状況にあることを示した（前頁右下図）。しかも、内閣府の「固定資本ストック速報」によると、2022年3月末時点の民間企業の設備ストック（残高）は前年同期比▲0.2%と減少しており、成長を目指すのであれば大幅に投資を拡大しストックを増加させる必要がある。加えて、人手不足が労働代替の投資を促すため、今後も設備投資の拡大が続くとみてよいだろう。

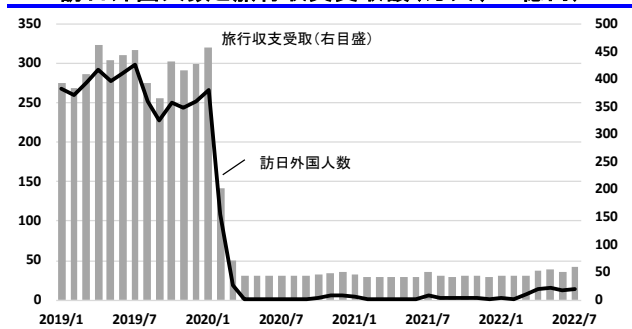
インバウンド需要は本格回復へ

そして、第五はインバウンド需要の回復である。政府は9月7日から①1日の入国者数の上限を2万人から5万人へ引き上げ、②入国時の陰性証明を3回のワクチン接種で不要とし、③添乗員なしのツアーも容認する入国規制緩和に踏み切った。さらに、岸田首相は9月22日、訪問先のニューヨークで、1日の入国者数の上限撤廃、個人旅行の解禁、短期滞在のビザ免除を10月11日から実施すると明言した。

入国者数の上限は、これまで段階的に引き上げられてきたが、実際の入国者数は7月もわずか17.0万人（1日あたり5,477人）にとどまっており（下左図）、これだけを見れば上限引き上げにさほど期待はできない。ただ、ツアー限定から個人旅行解禁への緩和やビザ免除の効果が大きいとみられ、上限撤廃と相まって訪日外国人数の急回復が期待できそうである。

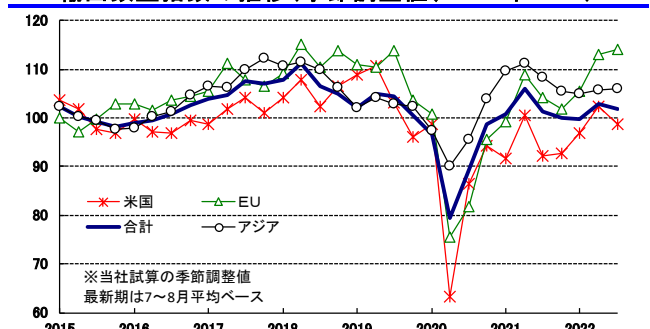
外国人旅行者によるインバウンド需要、すなわち旅行収支の受取額は、2019年度のピーク4兆8,703億円から2021年度は5,194億円、1割強の水準にまで落ち込んでいる。これが今回の規制緩和によって仮に2022年度後半にピークの半分の水準まで、2023年度には8割まで、2024年度に完全回復するとすれば、GDPの押し上げ寄与は2022年度0.2%Pt、2023年度0.4%Pt、2024年度0.2%Ptとなる。1%程度の成長が巡航速度の日本経済にとって小さくないインパクトであろう。

訪日外国人数と旅行収支受取額(万人、10億円)



(出所)財務省

輸出数量指数の推移(季節調整値、2015年=100)



(出所)財務省

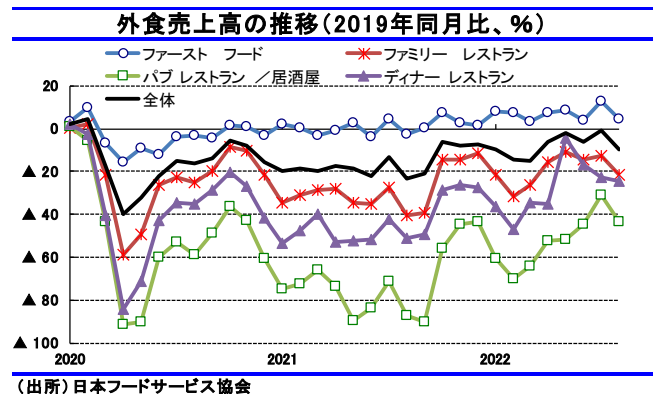
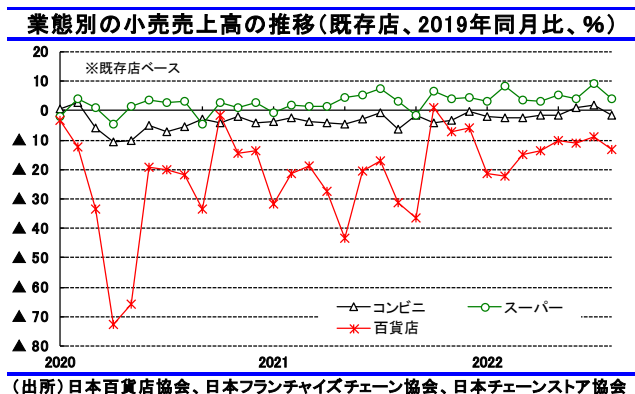
円安メリットという観点では、モノの輸出の拡大も期待したいところであるが、欧米経済が減速、中国経済も緩慢な足取りが見込まれる中では、当面、軟調推移を見込んでおくのが妥当であろう。足元の状況を確認すると、モノの輸出動向を数量ベースで示す輸出数量指数は（上右図）、8月に前月比▲2.1%と7月

³ 2022年8月29日付「日本経済情報2022年8月号 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」。 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2022/2228/>

の▲0.7%から落ち込みが加速（当社試算の季節調整値）、7～8月平均の水準は4～6月期を1.1%下回っている。主な仕向け地別に7～8月の水準を見ると、米国向けが4～6月期に比べ▲3.5%と落ち込みが目立つ。自動車部品や鉄鋼、プラスチックなどの素材分野で落ち込んでおり、米国内の生産活動にブレーキが掛かりつつある様子が窺える。そのほか、EU向けは急減速、アジア向けも中国向けやASEAN向けは堅調ながらNIEs向けを中心に伸び悩んでいる。概ね各地の景気動向に応じた動きと言える。

個人消費はコロナ拡大で再スタートに遅れ

以上の通り、今後の輸出は、サービス（旅行）分野で回復が見込まれるものの、モノの落ち込みにより伸び悩む見通しである。そうした中、個人消費や設備投資といった国内需要が景気回復の牽引役を担うことになる。ただ、8月までの状況を見る限り、個人消費の足取りは芳しくない。百貨店売上（店舗数調整値）は8月も前年同月比+26.1%と高い伸びを維持したが、コロナ前の2019年同月との比較では▲13.1%にとどまっており、ここ数か月は同様にコロナ前を1割程度下回る状況が続いている。インバウンド需要が消滅したことが主因とみられ、その意味では国内需要は底堅いという評価はできるが、完全復調は外国人観光客が戻るのを待つ必要があるだろう。スーパー売上（既存店）も8月は前年同月比+0.6%と2ヵ月連続のプラス、2019年同月もプラス圏を維持したが伸びはやや鈍化している。8月のコンビニ売上（既存店）も前年同月比では+4.8%と前月（+2.9%）より伸びを高めたものの、2019年同月比では3ヵ月ぶりのマイナスに転じており、増勢加速とまでは言い難い。



サービス分野のうち、外食も足取りは緩慢である。8月の外食売上高は全業態合計で前年同月比+18.0%と高い伸びを示し、順調に回復している姿は確認できたものの、2019年同月比は▲9.4%と水準は十分に戻っていない。出遅れていたパブレストラン・居酒屋やディナーレストランが足元で急回復を見せているものの、依然としてコロナ前を2～4割下回っており、8月はむしろ悪化している。ただ、悪化の主因は冒頭でも触れた通りコロナ感染拡大とみられ、今後の回復は期待できそうである。

これらの動きから7～9月期の個人消費を展望すると、8月に足取りが鈍ったことに加え、9月は台風の影響で三連休の消費が不発だった模様であり、4～6月期から横ばい程度にとどまるとみるのが無難であろう。

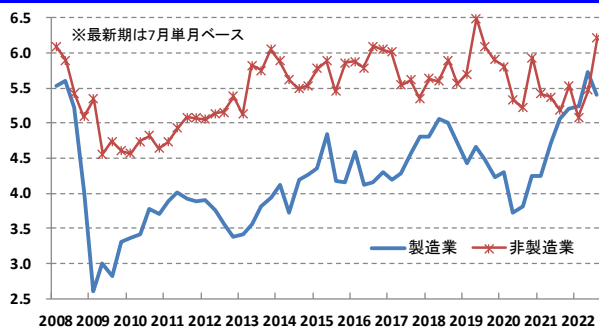
設備投資は拡大持続

もう一方の内需の柱である企業の設備投資は、堅調拡大を維持しているようである。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、7月に前月比+5.3%と6月（+0.9%）から伸びが加速、7月の水準は4～6月期を3.9%上回った。機械受注の先行性を踏まえれば、7～9月期の設備

投資は4～6月期（前期比+2.0%）に近い伸びとなる可能性が高い。

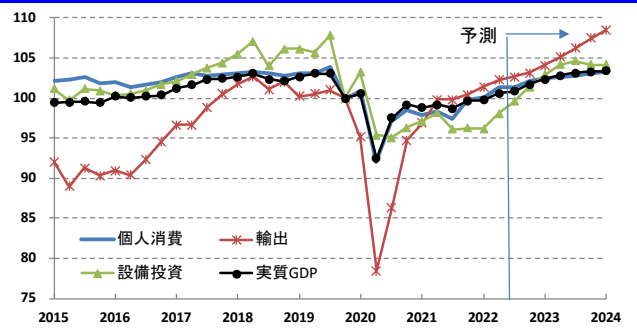
業種別の内訳を見ると（下左図）、製造業からの受注は7月に前月比▲5.4%と振るわず、4～6月期の水準を5.5%下回り増勢一服の様相であるが、非製造業からの受注が7月に前月比+15.1%もの大幅増となり、4～6月期の水準を13.5%も上回った。7月の大幅増はコロナ禍で抑制されていた鉄道車両の寄与が大きい。4～6月期に前期比+7.6%と大幅に増加したところからの上積みであり、脱コロナに向けた投資が本格化する兆しだと受け止められよう。

機械受注の推移（季節調整値、年率、兆円）



（出所）内閣府

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、予想は伊藤忠総研

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、今後の日本経済は、先月号で示した通り、当面は内需主導で拡大傾向を維持し、欧米景気が回復に転じる2023年度後半以降は輸出が復調する一方で個人消費は自然体の伸びへ落ち着き、設備投資も拡大局面が一巡、徐々に巡航速度へ減速していくと見込まれる。

すなわち、2023年度にかけては、欧米景気の減速に伴い輸出が伸び悩むものの、いよいよ回復に向けた企業の動きが本格化し、設備投資の堅調拡大が続くこと、雇用の拡大と賃金上昇により物価上昇の影響を減殺された消費者が、コロナ禍で抑制していた消費活動を再開、リベンジ消費による上乗せも期待できることから、国内需要を牽引役として2年間の停滞を取り戻す動きを続けるとみられる。インバウンド需要の回復が本格化することも、こうした動きを支えよう。

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。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く（2021年度前年比+2.6%→2022年度+2.9%）、設備投資が大きく伸びを高め（+0.6%→+4.2%）、成長を支える（上表）。

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	1.3
国内需要	▲3.9	1.5	2.3	1.3	1.1
民間需要	▲6.3	2.1	3.0	1.6	1.4
個人消費	▲5.4	2.6	2.9	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	4.2	3.6	2.2
在庫投資(寄与度)	(▲0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.2)
政府消費	2.5	2.0	1.4	0.8	0.8
公共投資	5.1	▲7.5	▲3.8	▲2.3	▲2.2
純輸出(寄与度)	(▲0.7)	(0.9)	(▲0.1)	(0.5)	(0.2)
輸出	▲10.0	12.5	2.7	3.7	3.9
輸入	▲6.3	7.2	3.3	1.3	3.1
名目GDP	▲3.9	1.3	3.8	3.6	2.8
鉱工業生産	▲9.6	5.7	2.4	3.4	1.6
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	17.5	22.5	23.8
消費者物価(除く生鮮)	▲0.7	0.1	2.7	1.8	1.7

（出所）内閣府ほか、予想部分は伊藤忠総研による。

2023年度は、米国⁴や欧州⁵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。個人消費はペントアップディマンド（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こと、設備投資の堅調拡大が続くことが景気を支える。

2024年度は、個人消費が所得拡大に見合った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+1.3%へ鈍化すると予想する。

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。

本国経済の見通しについては、2022年8月25日付 Economic Monitor「本国経済：2023年前半に再び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/>

⁵ 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/>