

日本経済情報 2022年12月号

Summary

【内容】

想定外の展開となった
2022年

脱コロナ／ウイズコロ
ナで出遅れ

物価上昇が個人消費
の強い逆風に

設備投資は堅調拡大
を維持

秋に消費は持ち直す
も海外景気悪化が新
たな逆風に

逆風と懸念の中で迎
える2023年

物価上昇率は鈍化、
賃金は上昇

金融緩和継続の可能
性が低下

企業の前向き姿勢は
変わらず

インバウンド需要に回
復の動き

「総合経済対策」が景
気を下支え

2023年は内需主導で
回復

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

日本経済 2022年の回顧と 2023年の展望

2022年は、オミクロン株によるコロナ感染拡大、ロシアのウクライナ侵攻、国際商品相場の高騰、上海ロックダウン、欧米のインフレ加速と景気悪化などにより、想定外の展開となった。

日本経済に焦点を絞ると、年初から春先までは「まん延防止等重点措置」で欧米に比べ脱コロナ／ウイズコロナで出遅れ、対ロシア制裁の影響による物価上昇が個人消費の回復を遅らせた。その間、設備投資が堅調拡大を維持し景気を下支えた。

夏場のコロナ感染拡大が収束した後はウイズコロナに移行、政府の支援策もあり個人消費は持ち直すも、年末にかけては海外景気の悪化を受けてモノの輸出が減少。中国のゼロコロナ政策も混乱要因に。

2023年は、物価上昇と海外景気悪化という強い逆風に、コロナ感染再拡大や日銀の不透明な金融政策という懸念材料が加わる中で、景気腰折れを回避し経済活動の正常化と安定成長によるデフレからの完全脱却に挑戦する年となる。

以前から挙げている「景気が腰折れない5つの理由」、すなわち①脱コロナに出遅れ、②欧米に比べ低いインフレ率、③金融緩和の継続、④企業の前向き姿勢、⑤インバウンド需要の回復、について点検すると、②インフレ率は足元で高まるも今後鈍化し賃金の上昇で概ねカバー。強制貯蓄もあり個人消費は拡大を維持。③金融緩和は12月19～20日に日銀が長期政策金利を事実上引き上げたため、その継続の可能性は低下。ただ、④企業の姿勢は、人手不足が極まり設備の不足感も確認され、雇用や設備投資の拡大積極化が期待できる状況。⑤インバウンド需要は訪日外国人数の復調に伴い回復の動き。

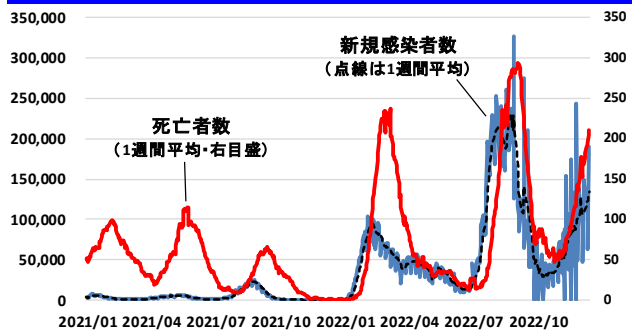
このように、想定外のインフレ率上昇や金融政策の変更があり、コロナ感染再拡大や中国を中心に不透明感を強める海外景気という懸念材料も加わったが、2次補正予算で具体化した「総合景気対策」の下支えにより景気は回復基調を維持する見込み。2023年は、終盤には需給ギャップが大幅に縮小、賃上げにより一定の物価上昇が続き、デフレからの完全脱却が展望できると予想。金利の本格上昇に備えるべき年に。

想定外の展開となった 2022 年

1年前を振り返ると、新型コロナウイルスの感染が一旦収束し景気が持ち直していたこともあり、2022 年は脱コロナ、経済活動の正常化に伴って、力強い景気の回復を期待する向きが、当社を含め¹多かったように思う。

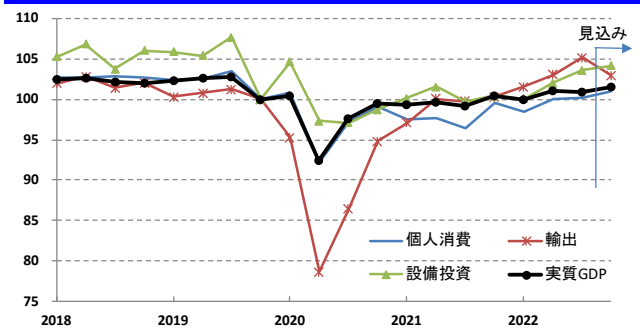
ところが、実際に 2022 年に入ると、年初からオミクロン株の流行でコロナ感染が急拡大（下左図）、これを受けて「まん延防止等重点措置」を適用する都道府県が全国に広がり、3月21日に措置が全面解除されるまで、個人消費を中心に経済活動が停滞した。加えて、2月24日にはロシアがウクライナに軍事侵攻、日米欧など主要先進国がロシアに対して貿易や金融取引など広範に渡る経済制裁を実施、ロシアからの食料品や鉱物資源の供給減ないしはその懸念から商品市況が高騰、世界全体の物価上昇を加速させたことが、内外経済情勢の見通しを大きく狂わせた。4月には上海で大規模なロックダウンが実施され、中国の需要が想定外に落ち込んだほか、半導体など電子部品を中心に供給が滞ったことも世界経済の足枷となった。

コロナ新規感染者数と死亡者数(1週間平均、人)



(出所)WHO

実質GDPと主な需要の推移(季節調整値、2019年Q4=100)



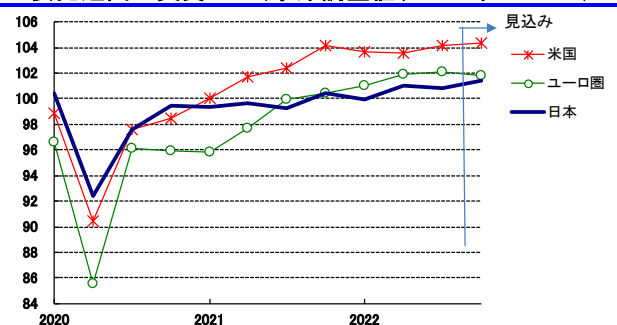
(出所)内閣府、見込みは伊藤忠総研

2022 年の日本経済の動きを概観すれば（上右図）、コロナと物価上昇に翻弄される消費動向に呼応して実質 GDP が一進一退、停滞感を引きずる状況が続いた。8月にはコロナ感染が世界トップクラスに拡大、行動制限には至らなかったが自発的な外出抑制が個人消費を下押しした。そうした中で、設備投資は増加傾向を維持し景気の下支え役となり、輸出も秋頃までは堅調な需要拡大を続けた欧米向けを中心に増加、年末にかけて個人消費もウイズコロナへの移行により感染再拡大の中でも持ち直したため、景気はかろうじて回復傾向を維持した。ただ、年末近くになって欧米の景気減速や中国のコロナを巡る混乱により輸出が減少に転じるなど海外景気悪化の影響が波及、物価が一段と上昇し個人消費への逆風が強まるなど、先行きに対する懸念が募る中で1年を終えようとしている。

脱コロナ／ウイズコロナで出遅れ

改めて 2022 年の日本経済の特徴を幾つか挙げると、まず、欧米に比べ脱コロナないしはウイズコロナへの移行において、かなり出遅れていた点が挙げられる。

主要先進国の実質GDP(季節調整値、2019年Q4=100)



(出所)内閣府、米商務省、Eurostat、見込みは伊藤忠総研

¹ 「日本経済情報 2021 年 12 月号 改定経済見通し～2021 年の回顧と 2022 年の展望」参照。

欧米と日本の実質 GDP の動きを比べると（前ページ右下図）、米国の実質 GDP は 2021 年 1～3 月期に早くもコロナ前（2019 年 10～12 月期）の水準を回復、2022 年に入り 1～3 月期にはコロナ前比+3.7%まで拡大、10～12 月期には 4.3%程度上回る水準に達したとみられる。ユーロ圏も 2021 年 10～12 月期にはコロナ前の水準を回復、2022 年に入っても順調な拡大を続け、7～9 月期はコロナ前比+2.1%、10～12 月期はインフレや政策金利引き上げにより減少すると見込まれているが、それでもコロナ前を 1.7%上回った模様である。

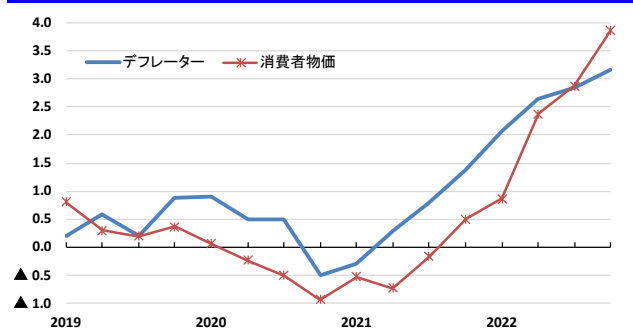
対する日本は、ユーロ圏と同じ 2021 年 10～12 月期にコロナ前の水準を回復²したが、2022 年 1～3 月期はコロナ感染急拡大を受けた「まん延防止等重点措置」の全国的な発動により個人消費が落ち込んだためマイナス成長となった。その後も夏場のコロナ感染再拡大で個人消費が停滞したことから実質 GDP は伸び悩み、10～12 月期は個人消費の持ち直しで拡大したとみられるが、それでもコロナ前比+1.4%にとどまっている。その水準は米国に遠く及ばず、景気が冷え込んでいるユーロ圏にも劣後するなど、出遅れ感は払拭できていない。

物価上昇が個人消費の強い逆風に

個人消費の停滞には、物価の上昇が少なからず影響した。消費者物価は 2022 年 1～3 月期の前年同期比+0.9%から 4～6 月期は+2.4%へ大きく伸びを高め、7～9 月期には+2.9%と一段と上昇した（下左図）。1～3 月期から 4～6 月期にかけての急上昇には、2021 年 4 月の携帯電話通話料の大幅引き下げによる影響が一巡したことが大きい。ただ、携帯電話料金引き下げの影響が過大評価されたことで、この間の物価上昇率が低過ぎた結果、急上昇したように見えたという指摘もある。

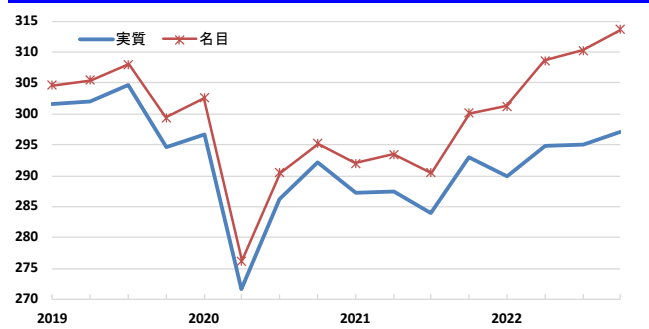
実際に、消費行動をより正確に反映した物価指標とされる消費デフレーターは、2022 年 1～3 月期の時点ですでに前年同期比+2.1%まで上昇、同じ時期の賃金上昇率³（+1.4%）を大きく上回り個人消費の逆風となっていた。その後、ロシアのウクライナ侵攻に起因する食料品や資源価格の上昇や円安の進行、輸入品価格上昇分の最終製品やサービス価格への転嫁により、4～6 月期に+2.6%、7～9 月期には+2.8%へさらに伸びを高めている。

消費デフレーターと消費者物価（前年同期比、%）



（出所）内閣府、最新期のみ伊藤忠総研の予想

個人消費の推移（季節調整値、年率、兆円）



（出所）内閣府、最新期のみ伊藤忠総研の予想

² 日本の実質 GDP がコロナ前を回復した時期は、これまで 2022 年 4～6 月期とされていたが、統計の遡及改定により 2021 年度の実質 GDP の水準が上方修正され、回復時期は 2021 年 10～12 月期に早まった。詳細は、2022 年 12 月 8 日付 Economic Monitor「日本経済：7～9 月期 GDP2 次速報は小幅上方修正だが停滞は変わらず、個人消費に対する物価上昇の逆風と堅調な設備投資拡大を確認」参照。<https://www.itochu-research.com/ja/report/2022/2270/>

³ 厚生労働省「毎月勤労統計」による。パートタイム労働者を含めたサラリーマンの基本給に残業代などを加えた受取給与総額ベース。

そのため、消費額（名目）は2022年に入り2019年10月の消費増税前の水準を超えて増加しているが（上右図）、価格の上昇によって押し上げられている部分が多い。物価上昇分を除いた数量ベース（実質）では一進一退の緩慢な増加にとどまり、コロナ前の水準をようやく取り戻す程度の推移となっており、物価の上昇が一年を通じて消費活動の強い逆風となっていた様子が見えてくる。

設備投資は堅調拡大を維持

個人消費とは対照的に、民間企業の設備投資は、2022年初こそ「まん延防止等重点措置」の発動を受けて様子見姿勢が強まり、先送りの動きによって停滞したものの、以降は増勢を強めた。背景には、コロナ禍で設備投資の水準が大きく落ち込んでいたため、経済正常化への期待が高まるに伴い、元的水準に戻そうとする動きが強まったことがある。

ここ数年の設備投資の推移を見ると（右図）、2019年10月の消費増税後、大きく水準を落とした後、

2020年1～3月期に一旦水準を戻したものの、コロナ禍で同年7～9月期にかけて大きく落ち込んだため、民間企業の工場や店舗などの設備の総額（固定資本ストック）は前年比でマイナスに転じた。

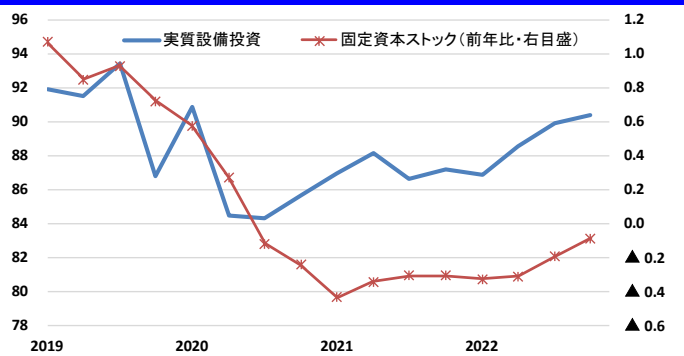
その後、2021年にかけて設備投資はやや増加したが、設備ストックの減少に歯止めを掛けるには至らなかったため、生産能力の回復・拡大に向けて設備投資は2022年に入り増勢を強めている。ただ、2022年10～12月期は設備投資の増勢が鈍ったため、設備ストックは前年割れを脱していないとみられる。企業が成長を目指すには、未だ設備投資を拡大せざるを得ない状況にあると言える。

秋に消費は持ち直すも海外景気悪化が新たな逆風に

夏場のコロナ感染拡大が一旦落ち着いた9月以降は、消費活動が完全にウイズコロナに移行した。政府が10月11日からGoToトラベルの後継策である「全国旅行支援」を開始、外食支援策のGoToイートも地方自治体（都道府県）主導に形を変えて再開したことが、そうした流れを後押しした。

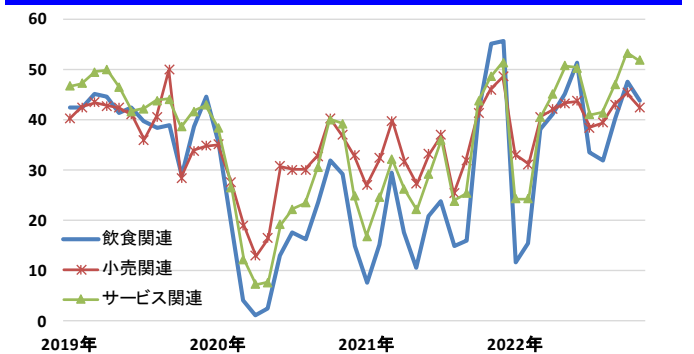
供給者側の景況感を示す景気ウォッチャー調査の現状判断（水準）は、個人消費と関係の深い「家計動向関連」のうち「サービス関連」で8月の41.3から10月には53.2まで改善、11月も51.8と昨年12月（51.4）を上回る高い水準を維持した。なかでも「旅行・交通関連」（8月42.7→10月64.9→11月63.2）や「レジャー施設関連」（8月48.6→10月56.3→11月55.7）の好調さが目立った。外出行動の活発化に伴い個人消費が復調、特に政府の支援策

設備投資と固定資本ストック(季節調整値、年率・兆円、前年比・%)



(出所)内閣府、設備投資最新期と固定資本ストック最新2期は伊藤忠総研推計

景気ウォッチャー調査(現状判断、水準)



(出所)内閣府

4 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、10月に前月比+5.4%と3ヵ月ぶりの増加に転じたが、10月の水準は7～9月平均から横ばいにとどまった。

による恩恵を受ける分野で回復が顕著に見られた。

また、「飲食関連」も8月の31.8から10月は47.5まで改善した。ただし、11月は43.7へ悪化しており、昨年12月の55.6と比べると改善度合いは見劣りがする。夜間の客足が依然鈍いほか、コロナ感染再拡大もあり団体客が戻っていない模様である。さらに、原材料コストの上昇や従業員確保が追い付かないなど経営環境の悪化も景況感の回復を鈍らせている可能性がある。

「小売関連」は8月の39.3から10月に45.3まで改善した後、11月は42.5へ悪化した。百貨店(8月44.9→10月56.4→11月47.0)やコンビニ(50.5→55.1→50.0)の失速が主因である。ただ、百貨店、コンビニとも11月の売上は総じて好調⁵であり、景況感の悪化は外食同様、コロナ再拡大や人手不足など経営環境の悪化が影響している可能性がある。

悪材料が明確なのは財(モノ)の輸出である。通関輸出数量指数は、10月に前月比▲2.7%と2ヵ月ぶりの減少に転じたが、11月も▲1.2%と減少が続き、10～11月平均の水準は7～9月を3.4%も下回った(当社試算の季節調整値、右図)。

仕向け地別に10～11月の水準を7～9月と比べると、米国向けは4.3%下回り、7～9月期の▲3.2%から下げ足を速めた。EU向けの10～11月は7～9月期を0.9%下回るにとどまったものの、中国向けは7～9月を10.5%も下回り大幅な落ち込みとなった。

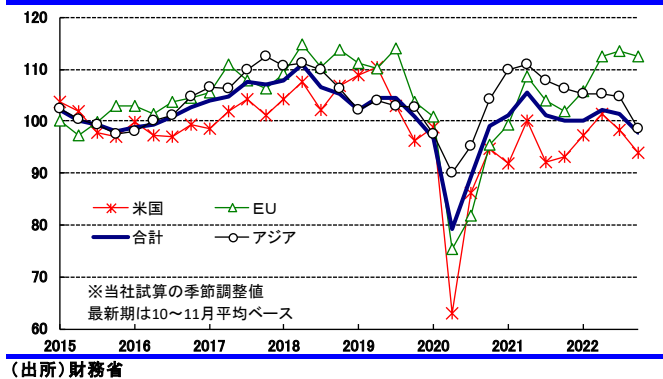
欧米経済はインフレと金利上昇により減速が明確になっており、中国では感染拡大の中でゼロコロナ政策を強行し経済が混乱するなど、海外景気の悪化が確実に日本の輸出に対する逆風となりつつある。足元でも欧米のインフレは未だ沈静化せず、中国は感染に無防備なままでのゼロコロナ政策放棄により経済活動の停滞が続いているため、この逆風も当面は収まらないとみておくべきだろう。

逆風と懸念の中で迎える2023年

2023年は物価上昇と海外景気悪化という強い逆風に加え、国内のコロナ感染再拡大、さらには突如政策変更を決めた日銀の動向という懸念材料を残す中で、景気腰折れを回避し経済活動の正常化と安定成長によるデフレからの完全脱却に挑戦する年と位置付けられる。当社では、以前より日本経済が腰折れしないと考える5つの理由を挙げ、今後も景気の回復が続くと予想していた⁶。以下、最近の情勢変化を踏まえてそれらを点検しつつ、2023年の日本経済を展望したい。

景気が腰折れしない理由として挙げた5点とは、①脱コロナに出遅れ、②欧米に比べ低いインフレ率、③金融緩和の継続、④企業の前向き姿勢、⑤インバウンド需要の回復、である。1つ目の、脱コロナに出遅

仕向け地別輸出数量指数の推移(季節調整値、2015年=100)



⁵ 11月の大手百貨店売上は、三越伊勢丹が前年同月比+15.2%、H2Oリテイリング+11.0%、Jフロントリテイリング+9.0%、高島屋+5.8%、そごう・西武+2.0%といずれも増加。インバウンド需要の回復が貢献した模様。11月の大手コンビニ売上は、ファミリーマートが前年同月比+7.1%、セブンイレブン+6.2%、ローソン+5.0%といずれも増加。

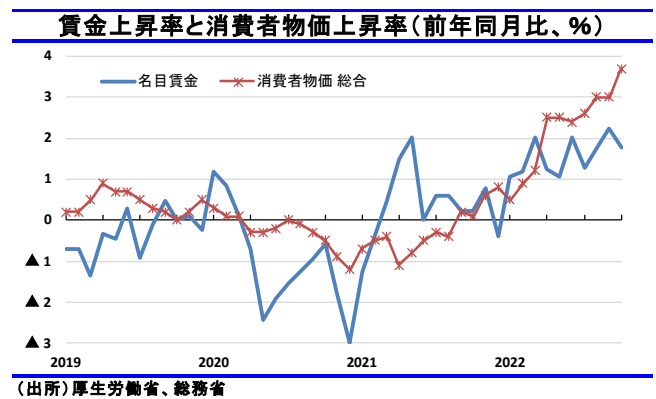
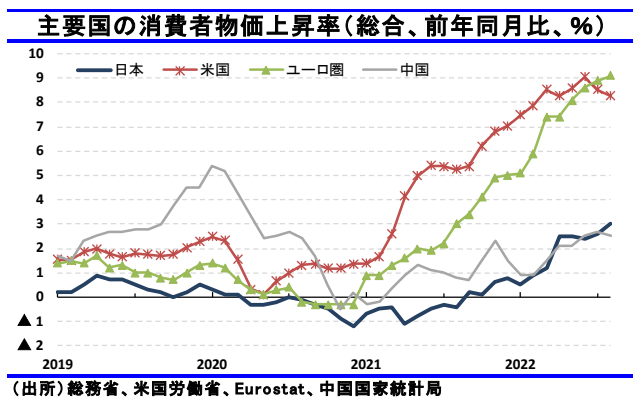
⁶ 詳細は、2022年9月27日付「日本経済情報 2022年9月号 日本経済の回復が続く5つの理由(改定見通し)」参照。

<https://www.itochu-research.com/ia/report/2022/2241/>

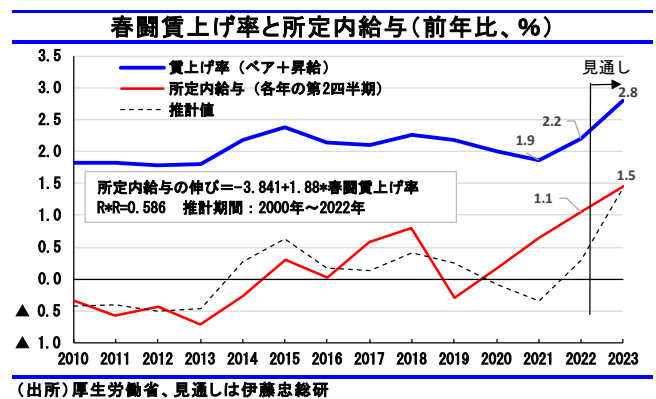
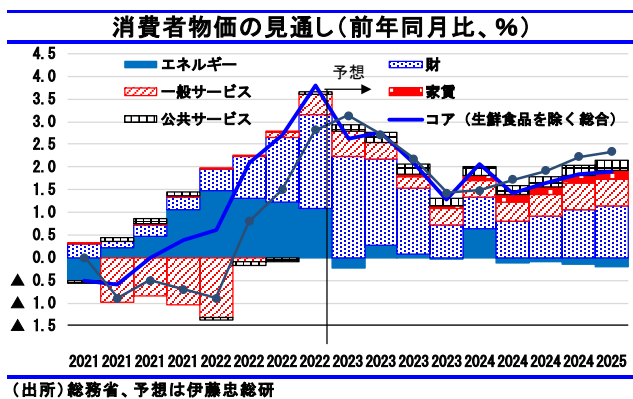
れたことは前段で触れた通りであり、日本において脱コロナ／ウイズコロナに向けた経済の正常化は、はるか先に行く欧米を追いかける形で、まさに今、始まったばかりである。

物価上昇率は鈍化、賃金は上昇

2つ目に挙げたインフレ、すなわち消費者物価の上昇は、10月に総合で前年同月比+3.6%、金融政策において基調判断の参考とされるコア（生鮮食品を除く総合）でも+3.6%と40年ぶりの伸びとなったが、依然として米国（11月総合+7.1%、コア+6.0%）やユーロ圏（11月総合+10.0%、コア+6.6%）を大きく下回っている（下左図）。ただ、例えば6月は総合で日本の+2.4%に対して、米国+9.1%、ユーロ圏+8.6%だったことと比べると、その差が縮まっていることも事実である。さらに言えば、欧米は伸びが鈍化に転じているが、日本は11月にも4%に達すると見込まれるなど、未だ伸びは高まる傾向にあるため、個人消費が、ひいては景気全体が物価上昇によって腰折れするのではないかという懸念が強まるのも無理からぬことである。



詰まるところ、物価上昇が個人消費をどの程度押し下げるのかは、賃金の上昇ペースとの比較で決まる。厚生労働省の「毎月勤労統計」によると、勤労者一人当たりの賃金（含む残業代、特別給与）は8月以降、前年同月比2%前後⁷で推移しているが、消費者物価（総合）は3%を超えてきており、物価上昇分を除いた実質の賃金上昇率は1%以上のマイナス、その分だけ物価上昇が消費を押し下げることになる。



ただ、消費者物価の先行きを展望すると（上左図）、①既に食料や資源などの海外商品市況や円安がピークアウトしていることに加え、②2023年1月から政府の対策（詳細後述）によって電気やガス料金の上昇が

⁷ 8月前年同月比+1.7%、9月+2.2%、10月+1.8%。

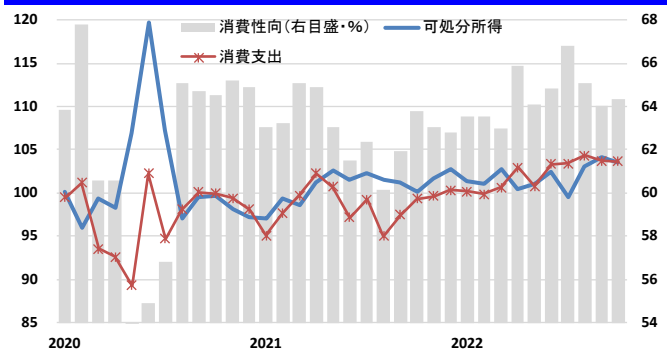
抑えられるため、エネルギー価格の押し上げ寄与がほぼ消滅すること、③原材料コスト上昇の転嫁による財（モノ）の価格の上昇が2023年に入るとピークアウトするとみられることから、上昇率は2023年半ば頃には前年比で2%程度に落ち着くと見込まれる。

一方の賃金は、日本労働組合総連合会（連合）が2023年の春季労使交渉（春闘）でベースアップ（ベア）と定期昇給（定昇）合計で5%の賃上げを要求、最終的に春闘賃上げ率は3%近い数字になると見込まれる⁸（前ページ右下図）。その結果、所定内給与、つまり基本給は1.5%程度上昇すると見込まれる。これに残業代やボーナスの増加が加われば賃金上昇率は2%程度となるため、仮に消費者物価上昇率が当社の見通し通り2%程度まで鈍化すれば、賃金上昇によって物価上昇の大部分がカバーされることになる。

さらに、当社が試算する強制貯蓄（コロナ禍で消費を控えたために積み上がった貯蓄）は、最も所得水準の低い年収460万円未満の層で47万円、最も高い960万円以上の層で86万円あると推定される⁹。この額は、いずれも年間消費額の1割前後となるため、リベンジ消費を後押しするには十分である。

実際に、消費性向（＝消費支出／可処分所得）の動きから、強制貯蓄を取り崩しながら消費水準を維持・上昇させる様子が確認できる（右図）。総務省「家計調査」によると、2020年はコロナ禍で消費水準が大きく落ち込む中、1人当たり10万円の特別定額給付金により可処分所得が増加したため、消費性向は2019年の67.9%から61.3%まで低下した。ただ、その後、2021年前半や、2022年春以降は消費支出が可処分所得を上回る、つまり貯蓄を取り崩す月が散見され、消費性向は2021年に62.8%へ、2022年は10月までの平均で64.5%へ上昇している。それでも2019年の水準を3.4%ポイント下回っており、余力を残している。

可処分所得と消費支出（季節調整値、2019年12月=100）



（出所）総務省、季節調整は伊藤忠総研による

金融緩和継続の可能性が低下

3つ目の金融緩和の継続については、雲行きが怪しくなっている。12月19～20日に開催された日銀金融政策決定会合では、長短金利操作のうち長期金利（10年物国債利回り）について、「ゼロ%程度」という目標水準は据え置いたものの、変動幅を従来の「±0.25%程度」から「±0.5%程度」に拡大した。つまり、上限金利を0.25%から0.5%に引き上げたことになる。

日銀は今回の変更について「利上げではない」としているが、長期金利の上昇圧力が極めて強い下では、事実上、利上げしたのも同然である。実際に国債10年物利回りは、12月20日の政策変更発表前の0.25%から一時0.46%まで上昇、その日は0.395%で引けた。

もちろん、日銀が説明する通り、今回の政策変更の目的は、10年債利回りだけが極端に下がっている歪なイールドカーブ（次ページ右上図）の修正であり、そのために変動幅の拡大によって10年債の利回りに上昇余地を持たせる一方で、国債買い入れ額を従来の月間7.3兆円から9兆円程度へ増額、2年債、5年債、

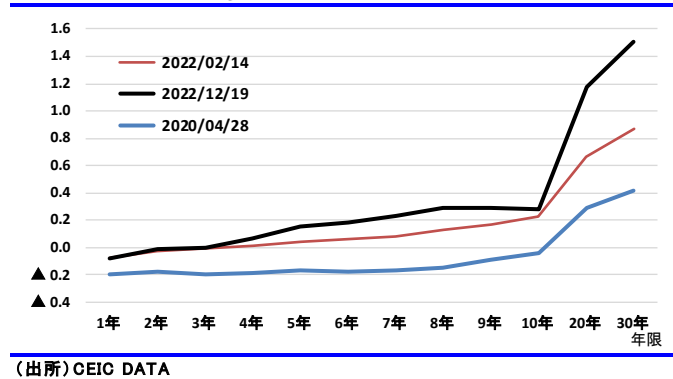
⁸ 2022年春闘は連合の4%賃上げ要求に対して2.20%の実績（厚生労働省集計）。

⁹ 詳細は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/>

20年債の買い入れを強化し利回り低下を促すこととした。この点が日銀の言う緩和の強化となる。

それでも、結局は金利上昇圧力に押される形でイールドカーブを上方にシフトさせることになり、金利上昇の容認、つまり利上げと言っても不自然ではないように思える。この解釈が正しいのであれば、今後、さらに金利上昇圧力が高まった場合、今回同様、イールドカーブ上で日銀が利回りの上昇を抑え込んでいる年限に歪が生じ、再び何らかの対応を迫られることとなる。その際には、黒田総裁の「金利変動幅のさらなる拡大はない」という言葉を信じるならば、いよいよ長期金利の目標水準引き上げに踏み切らざるを得なくなると懸念される。

国債のイールドカーブ(%)

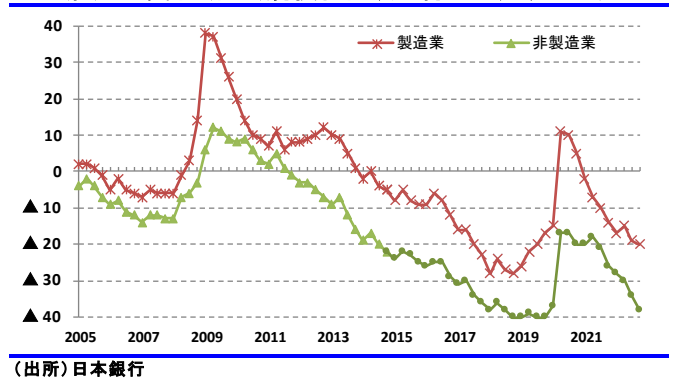


短期の政策金利については、今のところ、消費者物価が安定的に2%を超えない限り、現状の▲0.1%を据え置くという方針に変更はない。そして、この物価安定目標の達成時期は、後述する通り2024年に入ってからとなる見通しである。その意味で、金融緩和は来年を通して継続されると言っても良いだろう。ただ、2023年4月に予定される日銀総裁の交代後、金融政策の枠組みが変更されれば、短期金利の利上げ開始時期が早まる可能性は否定できない。金融政策が景気の追い風となるか、逆風に転じるかは、今後の国債市場における金利上昇圧力や日銀新総裁の方針次第であり、その動向を注視しておく必要がある。

企業の前向き姿勢は変わらず

4つ目の企業の前向き姿勢とは、人手不足や設備不足により企業が雇用や投資を拡大せざるを得ないことを指している。人員の過不足を示す日銀短観の雇用人員判断DI(過剰-不足)は、全産業規模合計で9月調査の▲28から12月調査では▲31へマイナス幅がさらに拡大した(右図)。製造業(9月▲19→12月▲20)は小幅拡大ながら、非製造業(▲34→▲38)では大きく拡大、2018年12月から2019年3月にかけて記録した直近のボトム(▲40)に接近した。

雇用人員判断DI(規模合計、過剰-不足、%Pt)



さらに、先行き(3月)は製造業(▲23)、非製造業(▲39)とも一段の人出不足を見込んでおり、2023年度の新卒採用計画は製造業で前年比+10.5%、非製造業で+12.2%とともに大幅増加、全産業で+11.7%もの大幅な採用の増加が予定されている。こうした企業の雇用拡大に対する前向きな姿勢は、賃金の上昇加速にもつながろう。

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、非製造業で9月調査の▲3から12月調査では▲4へマイナス幅が拡大、工場や店舗などの設備の不足感が強まっている。製造業では、9月調査の0から12月調査では+1へ再び設備過剰状態に転じているが、先行き(2023年3月)は▲1と不足を見込んでいるため、設備投資に前向きな姿勢は変わらない。

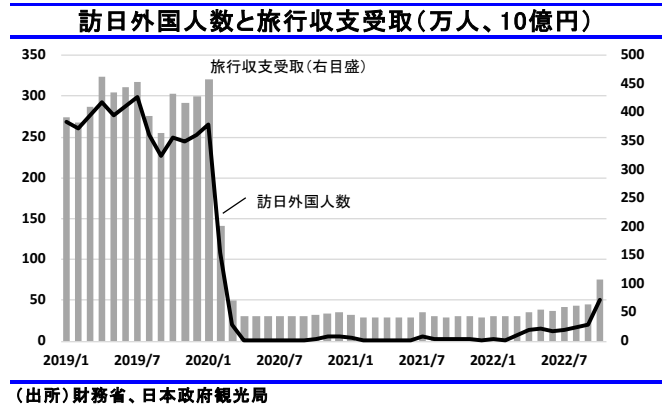
今後、海外景気の予想以上の悪化など、環境の変化によっては投資計画が先送りされる可能性はあろうが、

設備不足の中で深刻な人手不足や脱炭素・デジタル化の流れが投資拡大を後押ししよう。

インバウンド需要に回復の動き

5つ目は、インバウンド需要の回復であるが、訪日外国人数は政府の水際対策の緩和を受けて9月の20.7万人から10月は49.9万人へ29.2万人も増加、旅行収支の受取、つまりインバウンド需要の額は、10月に1,069億円となった。

過去のピークは訪日外国人数299万人(2019年7月)で、その時のインバウンド需要は4,534億円、年間ベースにすると5.4兆円、GDPの1%強にも上る。そのため、今後、インバウンド需要が2024年にかけて元の水準へ戻るとすれば、2022年の見通し0.9兆円から2023年は3.1~2兆円へ拡大、GDPは0.4%程度押し上げられることになる。



「総合経済対策」が景気を下支え

以上の通り、景気が腰折れしない理由として挙げた5つのうち、物価上昇ペース(インフレ率)は当初9月の想定より速く、金融政策は予想外の実質利上げで緩和継続に疑問符が付いた。また、国内のコロナ感染再拡大や、中国を中心に不透明感を強める海外景気、既に落ち込み始めたモノ(財)の輸出、という懸念材料も加わった。そのため、景気が腰折れする可能性は、以前よりは高まったと言える。

こうしたリスクを軽減する役割を担うのが、今年度2次補正予算案(11月21日国会提出)で具体化された「総合経済対策」であろう。対策全体の財政支出規模は39兆円にも上り、うち今回の補正予算には経済対策関係経費として29兆円(GDP比5.4%)もの額が計上された。

内訳を見ると(右表)、「エネルギー・食料品等の価格高騰に対する支援」に6.3兆円計上、主に電力・ガス・ガソリンの価格抑制策に充当される¹⁰。政府は、この施策によって消費者物価上昇率を1.2%ポイント程度抑制できるとしているが、実際に同程度の効果は期待できそうである。そのほか、予備費が4.7兆円も計上されているため、これらを除いた18兆円(GDP比3.3%)程度が景気(GDP)の押し上げにつながる可能性ものとなる。

ただ、「コロナ禍からの需要回復、地

2022年度2次補正予算(総合経済対策)の概要

Ⅰ. 物価高騰・賃上げへの取組	78,170 億円
エネルギー・食料品等の価格高騰に対する支援	63,168
エネルギー・食料品等の確保・国産化、省エネ・再エネ推進など	4,257
継続的な賃上げ促進・中小企業支援	10,745
Ⅱ. 円安を活かした地域の「稼ぐ力」の回復・強化	34,863 億円
コロナ禍からの需要回復、地域活性化(主に地方交付税交付金増額)	24,055
円安を活かした経済構造の強靱化(半導体生産基盤、サプライチェーン)	10,809
Ⅲ. 「新しい資本主義」の加速	54,956 億円
「人への投資」強化など: 構造的賃上げに向けた一体改革	11,313
成長分野における大胆な投資の促進	40,552
包摂社会の実現(出産・子育て支援など)	3,091
Ⅳ. 防災・減災、国土強靱化、外交・安全保障、国民の安全・安心	75,472 億円
保険医療体制の強化・重点化(コロナ対策中心)	23,483
ワクチン等による感染拡大防止と次の感染症危機への備え	14,375
防災・減災、国土強靱化の推進	17,371
自然災害からの復旧・復興の加速	5,144
外交・安全保障環境の変化への対応	6,494
V. 今後への備え	47,400 億円
合計	290,861 億円

(出所) 財務省資料を基に伊藤忠総研が作成

¹⁰ それぞれの予算規模は、ガソリン3.0兆円、電気2.5兆円、都市ガス0.6兆円。

域活性化」として計上された 2.4 兆円のうち 1.6 兆円は税収増に伴う地方交付税交付金の増額、「人への投資」強化として計上された 1.1 兆円計上のうち 0.7 兆円は雇用保険特別会計への資金補填であり、直接的に需要拡大につながるものではない。

結局、明確に需要増につながるものは、公共投資（公的固定資本形成）に直結する防災・減災や国土強靱化、災害復旧・復興事業（合計 2.3 兆円）、保険医療体制強化やワクチンなどの感染対策費合計 3.8 兆円のうちの一部（政府消費）など、合計 4~5 兆円（GDP 比 0.9~1.1%）程度とみられる。加えて、エネルギー価格高騰対策（上記 6.3 兆円）は、事実上、家計に対する所得補填となり、家計所得の目減りを緩和することで個人消費を下支えする効果が期待される。

なお、対策予算 29 兆円のうち 22.9 兆円は国債の増発で賄われる。さらに、報道によると 2023 年度当初予算の新規国債発行額は 35 兆円台半ばとなった模様である。合わせて 58 兆円、GDP の 1 割を超える国債発行額は、財政状況が著しく悪化している中で、国債市場の不安定化、長期金利の上昇リスクを高めることになる可能性に留意が必要であろう。

2023 年は内需主導で回復

以上を踏まえ、2023 年の日本経済を展望すると、年前半は、欧米経済の悪化と中国経済の停滞により輸出が落ち込むものの、商品市況と円安のピークアウトに政府のエネルギー価格抑制策の効果が加わり消費者物価上昇率は鈍化、賃金の上昇は加速し個人消費が底堅く推移、設備投資も企業の積極的な姿勢を反映し増勢を維持するとみられるため、景気は緩やかながらも回復基調を維持しよう。

年後半は、海外景気の底入れにより輸出が下げ止まりから持ち直しに向かうこと、消費者物価の落ち着きと賃金のさらなる上昇、雇用の拡大が個人消費を押し上げること、設備投資の拡大が続くことから、景気は明るさを増すと見込まれる。

その結果、実質 GDP 成長率は、コロナによる一進一退で 2022 年に前年比+1.1%へ減速した後、2023 年は+1.9%へ伸びを高めると予想される。この成長率を前提とすれば、2022 年 7~9 月期に GDP 比▲2.7%だった需給ギャップ（供給力-需要、内閣府試算）は、2023 年 10~12 月期に GDP 比▲0.8%程度までマイナス（需要不足）幅が縮小する計算となる¹¹。そのため、デフレ脱却に必要な需給ギャップの解消は 2024 年に入ってからとなる可能性が高いが、2023 年終盤には需給ギャップの縮小が続く下で、賃金上昇の後押しもあり一定の物価上昇が続くと予想される。2023 年は、デフレからの完全脱却が展望できる年となりそうであるが、金利の本格上昇に備えるべき年とも言えよう。

日本経済の推移と予測（暦年）

前年比,%,%Pt	2020 実績	2021 実績	2022 予想	2023 予想	2024 予想
実質GDP	▲4.3	2.1	1.1	1.9	1.1
国内需要	▲3.5	1.1	1.8	1.6	0.9
民間需要	▲5.5	0.7	2.6	1.9	1.0
個人消費	▲4.7	0.4	2.2	1.5	1.1
住宅投資	▲7.9	▲1.1	▲4.3	1.6	▲1.2
設備投資	▲4.9	0.8	1.9	4.5	1.1
在庫投資(寄与度)	(▲0.5)	(0.2)	(0.5)	(▲0.2)	(0.0)
政府消費	2.4	3.5	1.5	0.9	0.8
公共投資	3.4	▲1.9	▲7.0	▲1.2	▲0.1
純輸出(寄与度)	(▲0.9)	(1.1)	(▲0.6)	(0.3)	(0.0)
輸出	▲11.6	11.7	3.8	2.5	4.5
輸入	▲6.8	5.1	6.9	1.0	3.3
名目GDP	2.0	1.4	3.2	2.5	2.5

（出所）内閣府ほか、予想部分は当研究所による。

¹¹ 潜在成長率は、内閣府による 2022 年 7~9 月期の試算値 0.5%で一定とした。

参考：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	▲4.1	2.5	1.8	1.7	1.1
国内需要	▲3.5	1.8	2.1	1.3	0.9
民間需要	▲5.7	2.0	2.8	1.7	0.9
個人消費	▲5.1	1.5	2.6	1.2	1.2
住宅投資	▲7.6	▲1.1	▲3.5	1.3	▲1.1
設備投資	▲5.7	2.1	3.4	3.9	0.4
在庫投資(寄与度)	(▲0.3)	(0.4)	(0.2)	(▲0.1)	(0.0)
政府消費	2.7	3.4	1.2	0.8	0.8
公共投資	4.9	▲6.4	▲3.8	▲1.2	▲0.0
純輸出(寄与度)	(▲0.7)	(0.9)	(▲0.5)	(0.4)	(0.2)
輸出	▲10.0	12.3	3.3	3.3	4.1
輸入	▲6.3	7.1	5.7	1.1	3.2
名目GDP	▲3.5	2.4	1.8	3.4	2.4
鉱工業生産	▲9.6	5.7	1.3	3.7	1.6
失業率(%、平均)	2.9	2.8	2.5	2.3	2.1
経常収支(兆円)	16.7	20.3	11.3	15.6	12.8
消費者物価(除く生鮮)	▲0.7	0.1	2.6	2.3	1.7

(出所)内閣府ほか、予想部分は伊藤忠総研による。

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。