

2023. 2. 14

【日本 GDP (22 年 10-12 月期)】

10-12 月期 GDP は 2 四半期ぶりのプラス ～物価高でも底堅い個人消費が下支えに～

フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一

1. 市場予想は下回るもヘッドライン以上に堅調

10-12 月期の日本の実質 GDP 成長率は前期比+0.2% (年率換算：+0.6%) と、小幅ながら 2 四半期ぶりのプラスとなった (図表 1、2)。事前の市場予想 (前期比 +0.5%、年率換算+2.0%、当社予想は同+0.6%、+2.2%) を下回った。

この結果、2022 年通年の伸びは前年比+1.1%となった。2 年連続のプラスだが、コロナ前の 2019 年との比較ではまだ▲1.2%のマイナスである。四半期ベースで見ると、コロナ前を 2019 年 10-12 月と置いた場合はすでに上回っているものの、この四半期は消費増税の影響でハードルが低い。2019 年 7-9 月期との比較ではまだ▲1.8%下回っており、コロナの傷が完全に癒えたとは言えない状況が続いている。

10-12 月期は、在庫投資が 3.04 兆円から 0.63 兆円に大きく減った結果、寄与度が▲0.5%と大幅マイナスになったことが響いた。在庫投資は短期的な変動が大きい、最終需要の寄与度は+0.6%で、ヘッドラインの数字よりも足元の景気が底堅く推移している様子を示している。

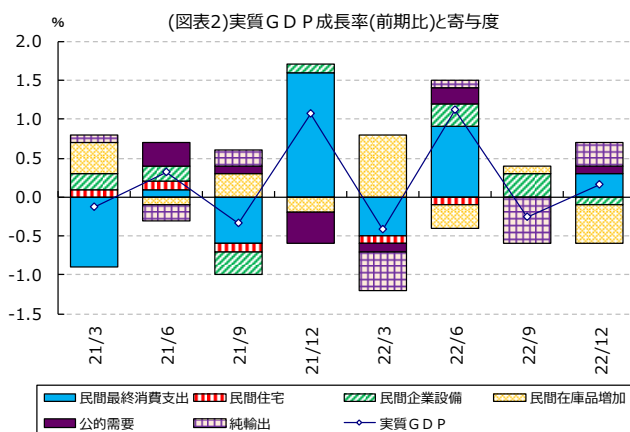
(図表1) 当研究所の実質 GDP 成長率予想と実績

(前期比, %)	当研究所予想		実績	
	2022年10-12月期	寄与度	2022年10-12月期	寄与度
実質 GDP	0.6	-	0.2	-
前期比年率	2.2	-	0.6	-
民間最終消費支出	0.7	0.4	0.5	0.3
民間住宅投資	-0.3	-0.0	-0.1	-0.0
民間設備投資	0.2	0.0	-0.5	-0.1
政府最終消費支出	0.1	0.0	0.3	0.1
公的固定資本形成	-1.0	-0.0	-0.5	-0.0
民間在庫品増加(寄与度)	-	-0.1	-	-0.5
純輸出(寄与度)	-	0.3	-	0.3
財貨・サービスの輸出	0.9	0.2	1.4	0.3
財貨・サービスの輸入	-0.4	0.1	-0.4	0.1
名目 GDP	1.6	-	1.3	-
前期比年率	6.4	-	5.2	-
GDP デフレーター(前年同期比)	0.9	-	1.1	-

(出所) 内閣府公表資料より明治安田総研作成

2. 旅行・外出需要が個人消費を支える

民間最終消費支出は前期比+0.5%と、堅調な伸びとなった。形態別国内家計最終消費支出を見ると (図表 3)、耐久財が前期比+2.7% (GDP への寄与度：+0.1%)、半耐久財が同▲1.6% (同▲0.1%)、非耐久財が同▲0.3% (同▲0.1%)、サービスが同+1.4% (同+0.4%) となっている。エネルギーや食品価格の上昇に伴う物価高が個人消費を下押しする一方、「全国旅行支援」の開始で旅行・外出需要が拡大したことなどから、対面サービス業への支出が増加した形である。耐久財に関しては、部品不足による家電製品等の在庫不足の影響が和らいだことも



(出所) 内閣府「四半期別 GDP 速報」

影響したとみられる。

なお、インバウンドを反映する非居住者家計の国内での直接購入（個人消費の控除項目、輸出に計上）は、水際対策の緩和に伴い前期比で+211.8%と3倍以上の増加となり、これだけでGDPを+0.2%ポイント押し上げている。

足元では春闘への期待が高まっている。昨年の最終回答結果は2.07%だったが（図表4）、当研究所では、今年は2.8%まで伸び率が高まると予想している。それでも現状では物価上昇率の方が高く、実質ベースではマイナスになるが、原油高や円安はすでに一巡していることから、年後半にかけて、コストプッシュ的な物価上昇圧力は徐々に緩和に向かうと考えられる。政府の物価高対策も消費者物価の伸びを1%程度押し下げる要因になると見込まれることもあり、年後半には実質所得がプラス転換する展開が期待できる。日本の景気の大きな方向性自体は米国景気で決まる部分が大きいが、もし米景気がソフトランディングに成功するのであれば、年後半は個人消費の回復が景気の支えになる展開が期待できよう。

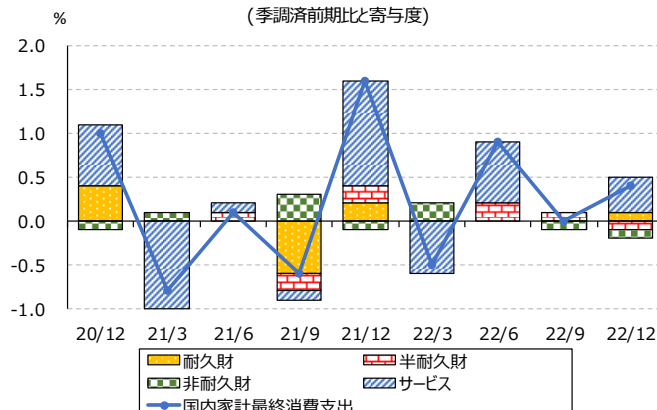
もっとも、2024年以降の賃上げの持続性という意味では疑問符が付く。今年の賃上げは、円安が企業業績を押し上げたことが支えになったが、今後は米景気の失速が業績の下押し要因となる可能性がある。また、潜在成長率が低迷し、中長期的な成長期待が盛り上がらないなかでは、固定費の上昇につながるベアの継続は難しい。雇用の約7割を有する中小企業、特に地方の内需型の中小企業に賃上げの流れが定着する展開は現状では見込みにくい。2024年以降の個人消費の回復の持続性についてはまだ不透明感が高い。

3. 住宅投資は6四半期連続の減少

民間住宅投資は、前期比▲0.1%（寄与度：▲0.0%）と、6四半期連続のマイナスとなった。月次ベースの住宅着工戸数も冴えない推移が続いている（図表5）。

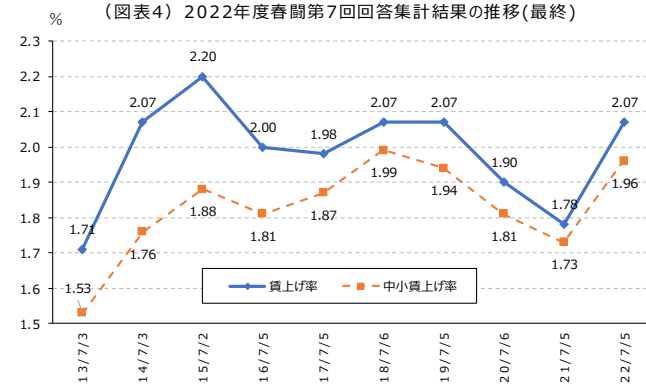
1月の日銀地域経済報告（さくらレポート）における住宅投資の判断は、9地域中、3地域で下方修正、1地域で上方修正された。10月は4地域で用いられていた「持ち直し」という表現が2地域まで減少している。さくらレポートのアンケートでは、「資材価格等の高騰を受けて住宅価格が前年比2割程度上昇していることから、一部では住宅購入を控える動きがみられている（青森）」等、住宅価格や建築費、資材価格等の価格面の問題を指摘する声が多く寄せられている。パワーカップル向けの都心部の物件の販売が好調との指摘もあるものの、当面は住宅価格の上昇が重石となり続けよう。資材価格の高騰については、年後半以降徐々に落ち着く展開が期待できるが、一方で、日銀の政策修正により住宅ローン金利がじりじりと上昇に向かう可能性も高く、住宅投資は2024年にかけても停滞気味の推移が続くと予想する。

（図表3）形態別国内家計消費支出の推移
（季調済前期比と寄与度）



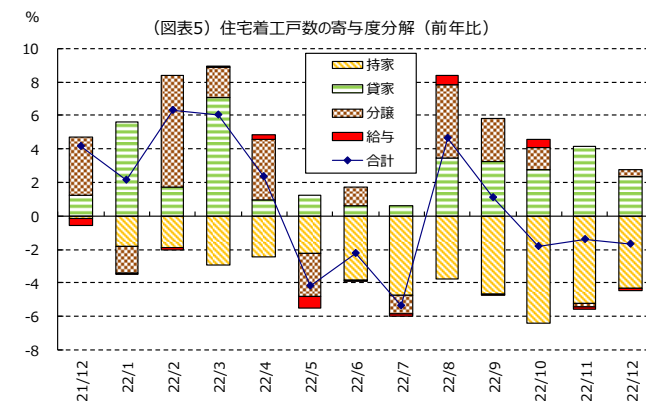
（出所）内閣府「四半期別GDP速報」

（図表4）2022年度春闘第7回回答集計結果の推移（最終）



（出所）連合

（図表5）住宅着工戸数の寄与度分解（前年比）



（出所）国土交通省「住宅着工統計」

4. 設備投資もピークアウトか

民間企業設備投資は、前期比▲0.5%（寄与度：▲0.1%）と、3 四半期ぶりのマイナスとなった。4－6 月期が同＋2.1%、7－9 月期が同＋1.5%と 2 期連続で高めの伸びだった反動という側面もあるとみられ、増加基調自体は途切れていないと考えられるが、勢いは鈍っている。

設備投資の先行指標の一つである資本財出荷（除、輸送機械）をみると、12 月は前月比＋1.6%と、4 カ月ぶりのプラスとなった。ただ、4 カ月前のピークである 8 月との比較では▲9.6%のマイナスである。8 月までの伸びが大きかったこともあって、水準的にはまだ高いものの、モメンタムは失いつつある。他の先行指標を見ると、11 月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は同▲8.3%と、2 カ月ぶりにマイナスに転じた。過去 4 カ月で 3 回目の前月比マイナスである。建築物着工床面積は振れが大きい、やはりここ数カ月は鈍化傾向が顕著となっている（図表 6）。

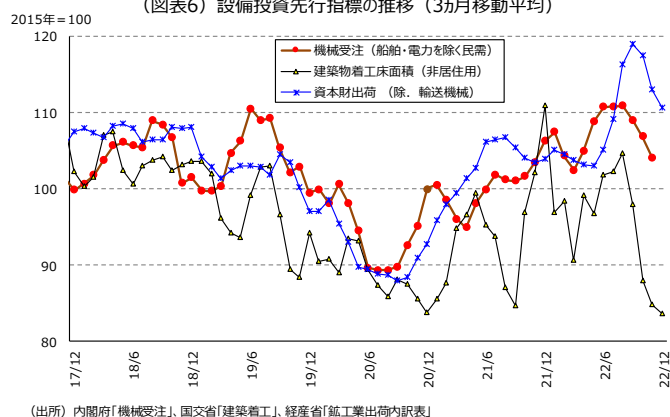
設備投資計画自体はまだ強い。12 月短観における 2022 年度の設備投資計画（全規模・全産業ベース）は、前年度比＋15.1%と高い伸びを保っている（図表 7）。コロナ禍やウクライナ問題で先送りされた投資需要の顕在化や、脱炭素・デジタル関連投資が押し上げている模様である。短観の設備判断 DI からは設備不足感の強さもうかがえ、設備投資の失速は考えにくい。しかし、日本の設備投資は輸出に左右されやすい面もある（図表 8）。昨年は円安が輸出の押し上げ要因になったが、すでにピーク時から 20 円以上円高ドル安方向に戻っている。これに加え、世界経済の不振が長引くことになれば、設備投資計画の下方修正は避けられない。特に、米国景気が急減速に向かうリスクには注意が必要である。

5. 公共投資は均せば横ばい

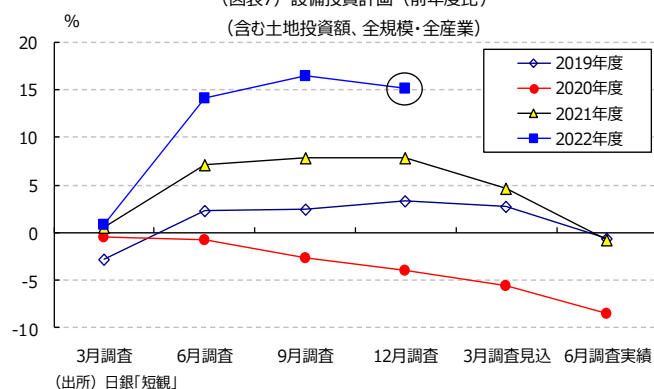
公的固定資本形成は、前期比▲0.5%（寄与度：▲0.0%）と、3 四半期ぶりのマイナスとなった。公共投資の先行指標である公共工事請負金額はここへきて勢いが鈍っており、短期的には公共投資が鈍化する可能性を示唆している（図表 9）。

1 月のさくらレポートにおいて、公共投資の判断は、東北が 10 月の「震災復興関連工事の一巡などから、減少

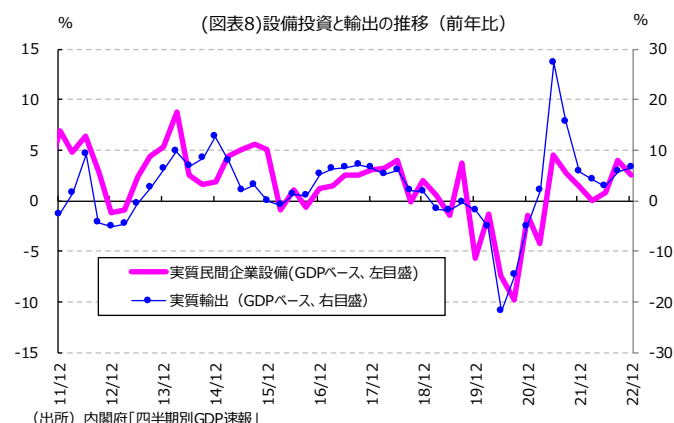
（図表 6）設備投資先行指標の推移（3ヵ月移動平均）



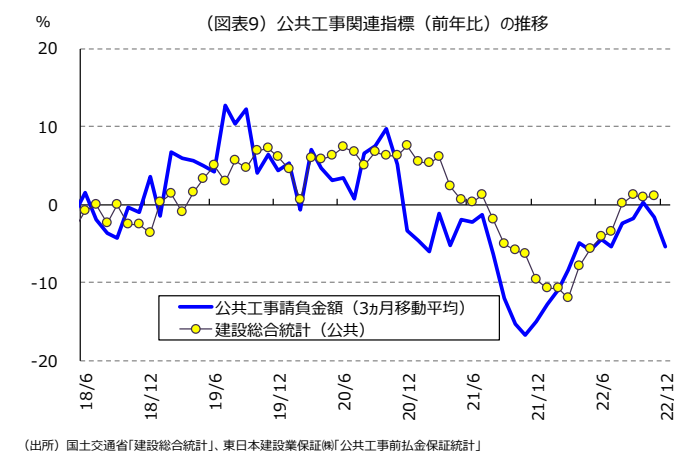
（図表 7）設備投資計画（前年度比）
（含む土地投資額、全規模・全産業）



（図表 8）設備投資と輸出の推移（前年比）



（図表 9）公共工事関連指標（前年比）の推移

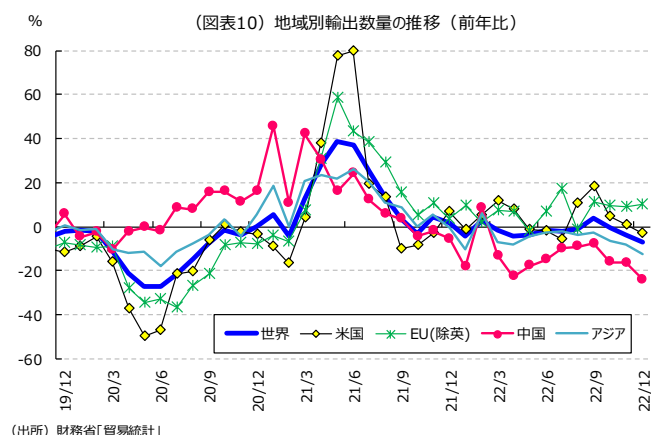


している」から「国土強靱化関連工事や災害復旧工事から、下げ止まっている」へ、四国が「下げ止まっている」から「横ばい圏内の動きとなっている」へと上方修正された。他の7地域は10月と同じ判断が示された。過半数の5地域で依然「高水準」、「高めの水準」との表現が用いられているが、水準は高くても、増加しているとした地域はない。同レポートの企業へのアンケートでは、「高速道路の複線化や上下水道の更新、治水ダムの増強および新設など、幅広い分野で国土強靱化関連工事の発注が堅調（名古屋）」等、引き続き国土強靱化関連の影響を指摘する声がある一方で、人手不足が制約要因になっているとの声や、資材価格の高騰が収益圧迫要因になっているとの声も多く上がっている。国土強靱化計画は5ヵ年計画として組み込まれているものの、一方で供給面のボトルネックへの懸念も根強く残るとみられることから、2024年までの公共投資は、均せば横ばい圏内の推移にとどまると予想する。

6. 輸出は米国景気次第

輸出は前期比+1.4%（寄与度：+0.3%）と、5四半期連続のプラスとなった。財貨の輸出は同+0.6%（同+0.1%）、サービスの輸出は同+5.2%（同+0.2%）という結果。中国景気の低迷などで財輸出は軟調だったものの、水際対策の緩和に伴うインバウンド需要の回復でサービス輸出が持ち直したことが寄与した。

財務省の貿易統計で主要相手国・地域別の数量指数を見ると、12月は中国向けが前年比▲24.0%と、上海でロ



ックダウンが実施されていた2022年4月以来の大幅マイナスとなっている（図表10）。感染のピークアウトに伴い、中国向けは今後回復が見込めるものの、米景気の先行きに不透明感が漂うなか、当面は輸出に景気のけん引役を期待するのは難しい状況が続くと考えられる。為替市場において円高ドル安の流れが強まっていることも向かい風である。輸出の回復は、主要国の景気が底打ちから回復に向かう2024年度にずれ込むだろう。

輸入は5四半期ぶりのマイナスとなった。前期の高い伸びの反動という面もあるが、中国における感染再拡大で、年末にかけて中国との貿易量が急速に細った影響も受けている。在庫投資の減少も一部は輸入減を反映していると思われる。

7. 年前半に景気が山をつける可能性

2023年の景気は、前半はエネルギー関連や食品など、生活必需品の価格高騰が個人消費の下押し圧力となる状況が続くと見込まれる。一方で、高めの賃上げや、政府の物価高対策が下支えとなろう。

景気の大きな方向性自体は米景気に左右される部分が多い。米国経済は年央にかけて減速度合いを強める可能性が高く、日本経済も年の前半に景気の山を付ける可能性が否定できない。すでに利下げのための「のりしろ」が蓄積されている米景気の低迷は長期化しないとみるが、目立ったけん引役が見当たらないなか、日本の景気は2024年にかけても停滞気味の推移が続く可能性が高い。

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●照会先●株式会社明治安田総合研究所〒102-0073東京都千代田区九段北3-2-11 TEL03-6261-7947