

【日本 GDP (22年7-9月期)】

日本経済は勢いを失いつつある

～物価高と米景気が懸念材料に～

フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一

1. 7-9月期 GDP は予想外のマイナス

7-9月期の日本の実質 GDP 成長率は前期比▲0.3% (年率換算：▲1.2%) と、4 四半期ぶりのマイナスとなった (図表 1、2)。事前の市場予想 (前期比+0.3%、年率換算+1.2%、当社予想は同+0.2%、+1.0%) を下回った。ただ、輸入が前期比+5.2%と大きく伸びた影響が大きく、これだけで▲1.0%のマイナス寄与となっている。内需は前期比+0.4%、輸出は同+1.9%、総需要は同+0.6%で、需要サイドの動きは底堅い。

輸入の高い伸びは、上海ロックダウン終了後の反動増という側面もあろう。1-3 月期の輸入が同+3.6%だったのに対し、4-6 月期は同+0.8%と大きく鈍化していた。実質ベースで輸出入の内訳を追うのは難しいが、財務省の貿易統計では、7-9 月期の輸入金額 (名目値) は前年比+47.6%の高い伸びとなっていた。鉱物性燃料が同+121.2%と 2 倍以上の伸びになったことが大きく、他の品目も円換算額が膨らんだことで軒並み伸びているが、半導体等電子部品が同+44.7%と高い伸びとなっているあたりからは、海外からの部品供給が徐々に改善しつつあることを反映している様子もうかがえる。

内需は前期比+0.4%とプラスの伸びを確保したが、プラス幅は4-6 月期の同+1.0%から縮小した。民間最終消費支出が鈍化した影響が大きく、同+0.3% (寄与度：+0.1%) と、高い伸びだった4-6 月期の前期比+1.2%から伸び幅が大きく縮小した。物価高が下押し要因になったとみられるものの、感染拡大下でも行動制限措置が課されなかったことは、対面サービス産業等を中心に一定の下支えになったとみられる。

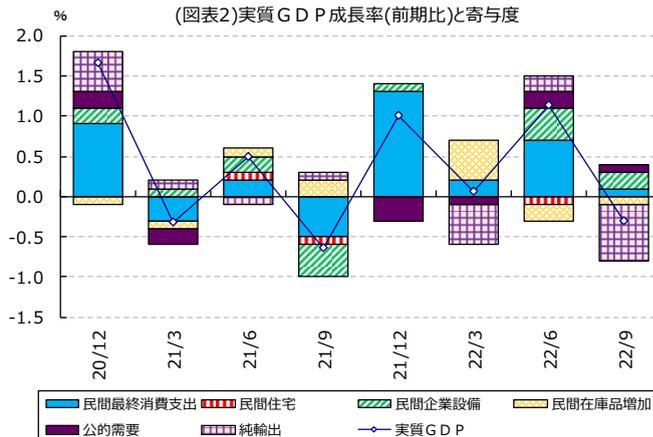
民間住宅は、住宅価格や建築費、資材価格の上昇の影響などから、前期比▲0.4% (寄与度：▲0.0%) と、5 四半期連続のマイナスとなった。民間企業設備は、円安進行に伴う企業収益の改善や、底堅い DX (デジタルトラン

(図表1) 当研究所の実質 GDP 成長率予測と実績

(前期比, %)	当研究所予想		実績	
	2022年7-9月期		2022年7-9月期	
		寄与度		寄与度
実質 GDP	0.2	-	-0.3	-
前期比年率	1.0	-	-1.2	-
民間最終消費支出	0.2	0.1	0.3	0.1
民間住宅投資	-1.7	-0.1	-0.4	-0.0
民間設備投資	1.8	0.3	1.5	0.2
政府最終消費支出	0.2	0.0	0.0	0.0
公的固定資本形成	1.3	0.1	1.2	0.1
民間在庫品増加(寄与度)	-	0.1	-	-0.1
純輸出(寄与度)	-	-0.3	-	-0.7
財貨・サービスの輸出	2.0	0.4	1.9	0.4
財貨・サービスの輸入	3.3	-0.6	5.2	-1.0
名目 GDP	-0.0	-	-0.5	-
前期比年率	-0.0	-	-2.0	-
GDP デルタ(前年同期比)	-0.6	-	-0.5	-

(出所) 内閣府公表資料より明治安田総研作成

(図表2) 実質 GDP 成長率(前期比)と寄与度



(出所)内閣府「四半期別 GDP 速報」

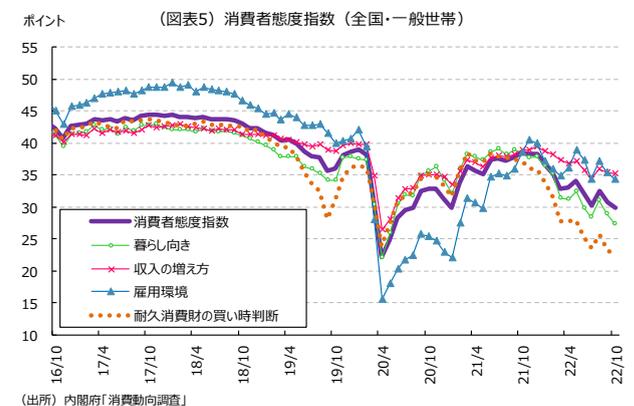
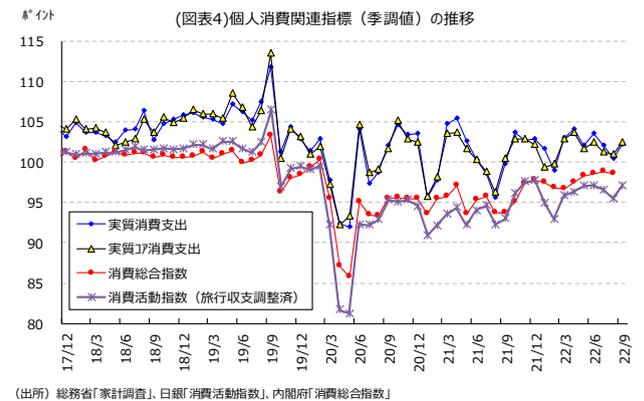
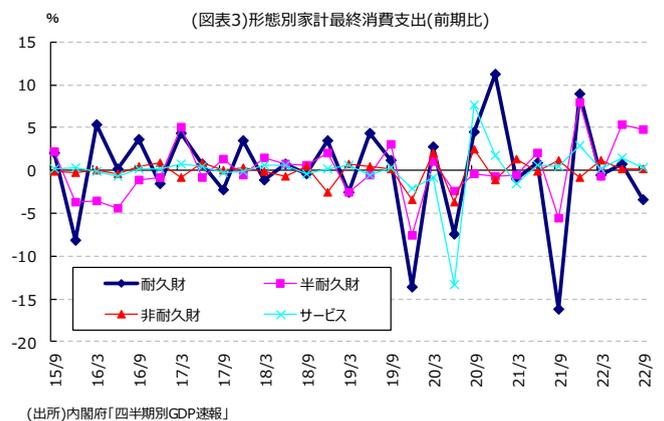
スフォーメーション)やGX(グリーントランスフォーメーション)関連の需要に支えられ、同+1.5%(同+0.2%)と、2四半期連続のプラスとなった。民間在庫変動(寄与度:▲0.1%)は、積み上がり幅が1.76兆円から1.38兆円に小幅縮小した結果としてのマイナス寄与である。公的固定資本形成は、2021年度補正予算に盛り込まれた国土強靱化関連の防災・減災工事や災害復旧工事が進捗したことで、前期比+1.2%(寄与度:+0.1%)と2四半期連続のプラスとなった。政府最終消費支出は、ワクチン接種の一巡などから同+0.0%(同+0.0%)と、横ばいにとどまった。輸出は、半導体不足の影響が緩和し、自動車輸出が持ち直したことや、上海ロックダウン終了に伴う中国向けの回復などから、同+1.9%(同+0.4%)と堅調な伸びとなった。

先行きに関しては、物価高が引き続き個人消費の足枷になることが懸念される。10月以降も、すでに多くの食品メーカーが値上げを実施済み、あるいは予定しており、消費者物価は年末にかけてさらに上昇幅を拡大させていく可能性が高い。また、海外経済の不透明感の高まりも景気の下振れリスクとなる。米国では、高水準のインフレ率が続いているのに加え、これまでの累積的な利上げの効果もあって、実体経済にさらなる下押し圧力がかかる展開が予想される。また、中国では、三期目を迎えた習政権で、コロナ感染拡大に伴う行動規制が継続されるほか、「共同富裕」のスローガンのもと、不動産やIT企業への締め付けが続くと考えられることから、景気は低空飛行が続くとみられる。水際対策の緩和に伴うインバウンド需要の回復などが下支え要因となるものの、米中2大経済大国の低迷が続くようなら、日本経済は来年前半に景気の山をつける可能性が否定できない。

2. 個人消費は物価高が重しに

7-9月期の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▲3.5%(GDPへの寄与度:▲0.1%)、半耐久財が同+4.7%(同+0.1%)、非耐久財が同+0.1%(同+0.0%)、サービスが同+0.3%(同+0.1%)となった。耐久財は家電製品等の在庫不足の影響が残っている可能性が、半耐久財は、気温上昇に伴う夏物衣料の好調を反映している可能性がある。

月次で発表される主要個人消費統計からは、足元の個人消費が底堅く推移している様子が見えてくる。総務省の家計調査における、9月の季節調整済実質消費支出(二人以上の世帯)は前月比+1.8%と、3ヵ月ぶりのプラスとなった(図表4)。均せばまだ一進一退といった状況だが、9月の小売業販売額(季調値)も前月比+1.5%と3ヵ月連続のプラスで、回復基調がより鮮明である。ただ、身の回り品の価格上昇がじわじわと家計を蝕みつつあることから、先行きは予断を許さない。10月の消費者態度指数は29.9ポイントと、2ヵ月連続で低下、2021年1月以来の30ポイント割れとなった(図表5)。特に、「暮らし向き」と「耐久消費財の買い時判断」が大きく低下している。



10月の景気ウォッチャー調査で、家計動向関連の先行きについてのウォッチャーのコメントを見ると、「過去に例のない円安のほか、半導体不足による家電や設備機器の在庫不足に加え、各商品の値上げが大きく影響し、耐久消費財の買い控えがしばらく続く（近畿＝家電量販店）」、「光熱費等やその他食品、ガソリン等、全てが値上げされ、家計がひっ迫しているので、余計な物は買わなくなる（北関東＝一般小売店〔青果〕）」等、円安や供給制約、物価高を懸念する声が多く上がっている。

足元の原油価格はやや落ち着きを取り戻しており、このままであれば、電気料金の上昇も一巡が期待できるが、円安の影響は当面残る。向こう半年程度は、食品を中心とした身の回り品の価格上昇が続く可能性が高い。これがいずれ賃上げに結び付けば、日本経済の流れが悪循環から好循環へと転じる目も出てくるが、簡単にはいかないだろう。来年の春闘で、連合は5%の賃上げを目標に掲げているが、企業がコストプッシュ的な価格転嫁を余儀なくされている限り、賃上げを伴う「前向きな物価上昇」は生まれにくい。また、足元の業況如何にかかわらず、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には踏み切りにくいという事情もある。円安で業績が伸びているグローバル企業は、ある程度積極的な賃上げを進めるとみられるが、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まではなかなか賃上げの波が広がらないという傾向は、来年度も変わらないのではないかとみられる。

2022年度の春闘におけるベアは0.63%、定昇を含めた賃上げ率は2.07%だった。2023年度は、ベアで1%、全体で2%台後半を中心とした攻防になるのではないかとみている。このレベルであれば、実質ベースではマイナスになる可能性も捨てきれず、実質個人消費を押し上げるには力不足と考えられる。政府の経済対策は一定の下支えになるものの、来年にかけての個人消費は減速を余儀なくされる可能性が高い。

3. 住宅投資は軟調推移が続く

民間住宅投資は、住宅価格や建築費、資材価格の上昇の影響などから、前期比▲0.4%（寄与度：▲0.0%）と、5四半期連続のマイナスとなった。

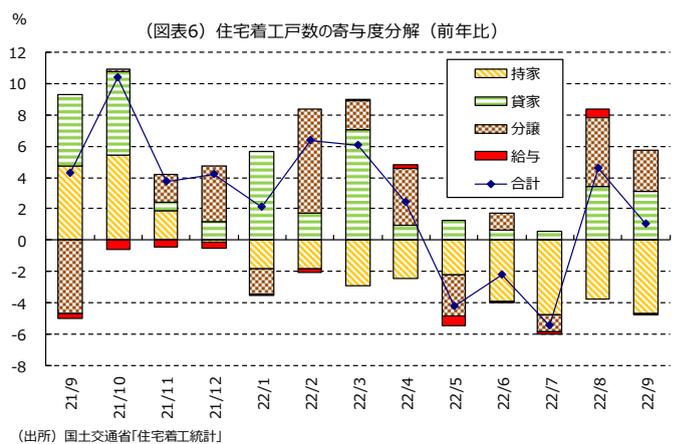
月次の住宅着工統計を見ると、年度始以降、弱めの推移が続いている（図表6）。10月の日銀地域経済報告（さくらレポート）における住宅投資の判断は、東北が「持ち直している」から、「持ち直しの動きが鈍化している」へと下方修正されたほか、北陸が「持ち直しの動きがみられている」から、「弱めの動きがみられている」へ、東海が「横ばい圏内となっている」から「弱い動きとなっている」へと、9地域中3地域で下方修正された。依然として、4地域がまだ「持ち直し」という表現を用いているという意味では、住宅市場が急速に冷え込んでいるわけではないものの、モメンタムは失いつつある。

さくらレポートのアンケートでは、「資材価格の上昇分を販売価格に転嫁したところ、顧客が購入を検討する期間が長期化し、受注が前年を下回っている（福島）」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。所得の伸び悩みと金利の下げ止まりで、家計の資金調達能力が伸びていないのに対し、物件の値上がりが続いていることが住宅投資の抑制要因となっている状況は続くと考えられ、2023年度にかけても住宅投資は低迷が続くと予想する。

さくらレポートのアンケートでは、「資材価格の上昇分を販売価格に転嫁したところ、顧客が購入を検討する期間が長期化し、受注が前年を下回っている（福島）」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。所得の伸び悩みと金利の下げ止まりで、家計の資金調達能力が伸びていないのに対し、物件の値上がりが続いていることが住宅投資の抑制要因となっている状況は続くと考えられ、2023年度にかけても住宅投資は低迷が続くと予想する。

4. 設備投資は底堅い

民間企業設備は、円安進行に伴う企業収益の改善や、底堅いDXやGX関連の需要に支えられ、前期比+1.5%



(寄与度：+0.2%)と、2四半期連続のプラスとなった。感染症やウクライナ情勢の影響で、2021年度から今年度に先送りされた設備投資計画が押し上げている面もある。

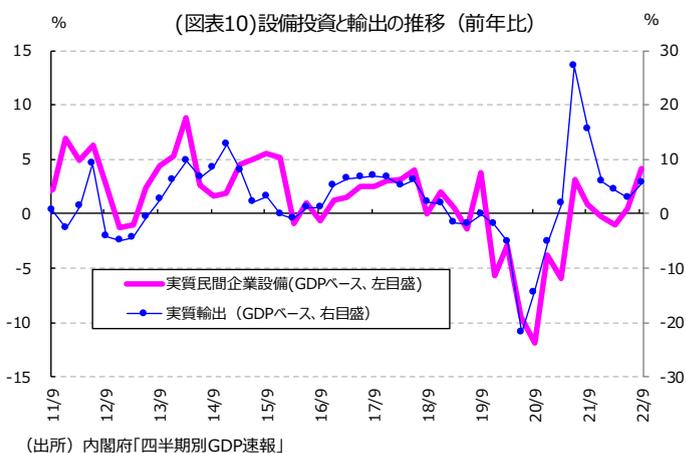
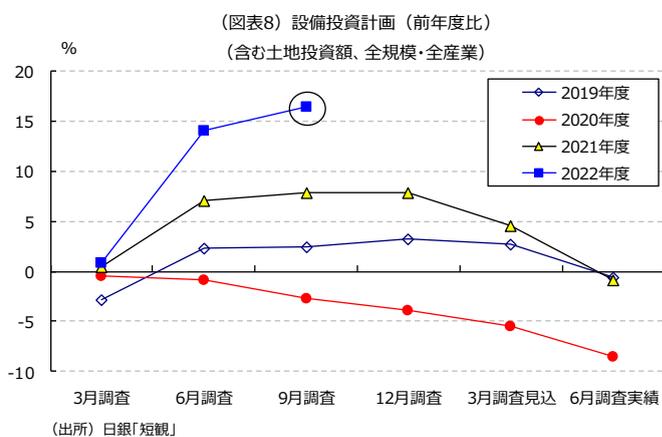
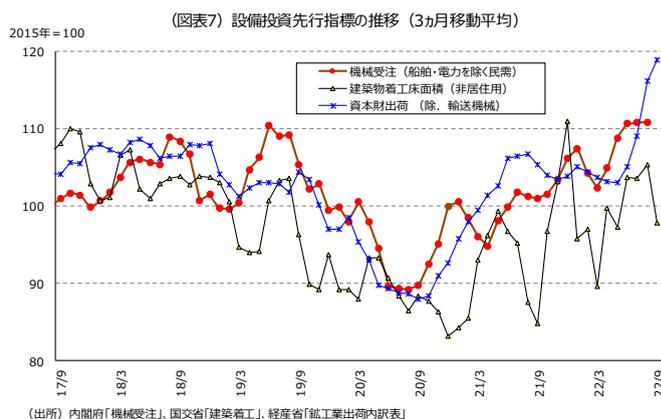
設備投資の先行指標の一つである資本財出荷（除、輸送機械）、機械受注（船舶・電力を除く民需）、建築物着工床面積は総じて底堅く推移している（図表7）。企業収益も良好である。外需主導の日本経済にとって、円安の進行は企業業績に差し引きプラスに働く。実際、足元の4-9月期決算発表でも、4社に1社が最高益を更新、2023年3月までの通年の業績見通しを上方修正する企業も相次いでいる。年初時点の円/ドルレートは115円/ドル前後だった。当研究所の経済モデル（OEGM）では、円/ドルレートが年間を通じて115円/ドルで推移した場合をベースラインとし、130円/ドルまで円安が進んだとすると、年間の実質設備投資を+1.25%押し上げる。140円/ドルの場合は+1.96%、150円/ドルの場合は+2.52%それぞれ押し上げる。

日銀短観における2022年度の設備投資計画（全規模・全産業ベース）は、6月調査の前年度比+14.1%から9月調査は同+16.4%まで上方修正された（図表8）。生産・営業用設備判断DIも、先行きは低下に向かう見通しで（低下なら不足方向、上昇なら過剰方向）、水準的にも、設備の不足超を示すマイナス圏に転じている（図表9）。機械受注や資本財出荷等、他の先行指数も堅調に推移していることを踏まえれば、当面、設備投資は堅調な推移が期待できる。

ただ、米国景気が急減速に向かう可能性が高まっているのはリスク要因である。日本の設備投資は、短期的には外需に左右される面が大きい（図表10）。DX、GX関連投資は、多少の業況の振れにかかわらず一定の需要が見込めるものの、年度後半にかけては、再び設備投資計画の先送りが目立つようになる展開が懸念される。他の需要項目との比較では、設備投資は相対的に堅調な推移となるかもしれないが、景気の牽引役を担えるほどの力強さは期待できない。

5. 公共投資は均せば横ばい

公的固定資本形成は、2021年度補正予算に盛り込まれた国土強靱化関連の防災・減災工事や災害復旧工事が進

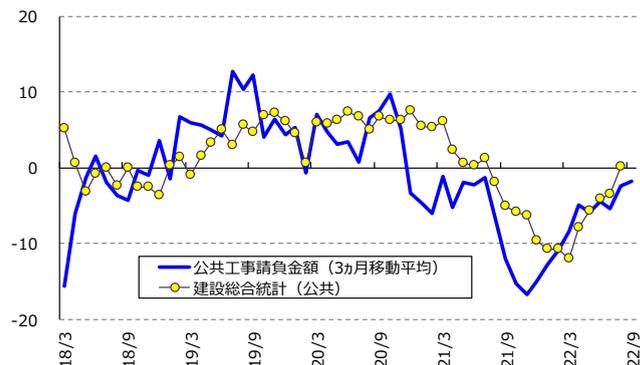


抄したことで、前期比+1.2%（寄与度：+0.1%）と2四半期連続のプラスとなった。公共投資の先行指標である公共工事請負金額はここへきて持ち直しており、短期的には公共投資が回復に向かう可能性を示している（図表11）。

10月のさくらレポートにおいて、公共投資の判断は、四国が「減少している」から「下げ止まっている」へと上方修正されたが、他の8地域は7月と同じ判断が示された。同レポートの企業へのアンケートでは、「高速道路や国土強靱化関連の工事に支えられ、手持ちの工事受注残高は高水準を維持している（金沢）」、「国土強靱化や災害復旧関連案件のほか、老朽化インフラの更新案件が計上されており、引き続き公共工事は高水準の推移が見込まれる（名古屋）」等、引き続き国土強靱化関連が高水準で推移しているとの声が多く上がっている。ただ、「燃料や資材価格の上昇から、公共工事の請負金額の増額を求めるスライド条項の適用申請が増加している（福島）」との声が上がっており、今後、増額に応じない施主が増えるリスクもある。「建設業者における人手不足の強まりから入札不調が増加している（長崎）」と人手不足を指摘する声も根強い。

2022年度末の第二次補正予算では1兆2,502億円の公共事業費が計上された、防災・減災・国土強靱化対策については、約1兆円の公共事業費が同対策の2023年度事業に充当されるとのことで、これが来年度にかけての公共投資の下支えとなろう。国土強靱化計画が5ヵ年計画として組み込まれているなか、今後も公共事業関係費の予算は少なくとも前年と同水準のレベルが確保される可能性が高く、2024年度までの公共投資は、均せば横ばい圏内の推移が続くと予想する。

（図表11）公共工事関連指標（前年比）の推移



（出所）国土交通省「建設総合統計」、東日本建設業保証㈱「公共工事前払金保証統計」

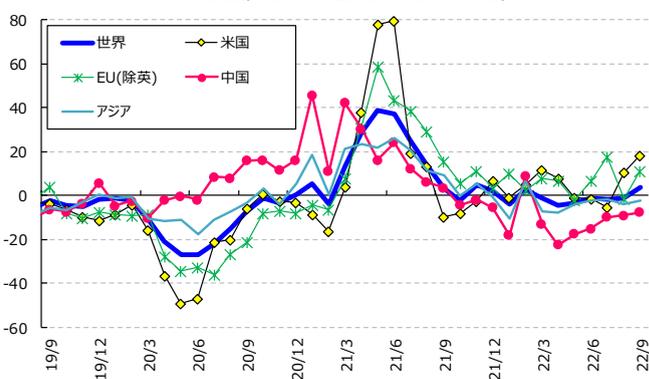
6. 輸出も失速のおそれ

輸出は前期比+1.9%（寄与度：+0.4%）と、4四半期連続のプラスとなった。半導体不足の影響が緩和し、自動車輸出が持ち直したことや、上海ロックダウン終了に伴う中国向けの回復などが寄与したとみられる。

財務省から発表された9月の貿易統計によると、輸出数量指数が前年比+3.8%と、7ヵ月ぶりにプラスに転じた。主要相手国・地域別の数量指数を見ると、米国向けが同+18.3%（8月：同+10.5%）、EU（除英）向けが同+11.2%（同▲1.5%）、中国向けは同▲7.8%（同▲9.1%）となった（図表12）。米国とEU（除英）向けが牽引する形になっている。

先々の輸出は、再び減少基調となる可能性が高い。米国は、来年前半に景気後退入りの可能性が高まっている。中国は、感染抑制策や不動産市場の低迷が経済活動を阻害する展開が続くだろう。欧州も、エネルギー問題やECB（欧州中央銀行）の積極的な利上げが景気の足枷になるとみる。主要輸出先の景気が減速ないし後退するなかで、円安が進むなかではあっても、輸出が景気の牽引役となる展開は期待できない。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年度にずれこむだろう。

（図表12）地域別輸出数量の推移（前年比）



（出所）財務省「貿易統計」

7. 年明けに景気が山をつける可能性

年度後半の景気は、徐々に厳しさを増す展開が予想される。エネルギー関連や食品など、生活必需品の価格高騰は長引く見通しである。賃上げの動きがじわりと広がっているとはいえ、実質ベースでは逆に悪化しているのが現実である。年明けには政府の経済対策が発動されることが一定の下支えになるものの、年度後半の個人消費は低迷するリスクが高まっている。

米国経済の先行きにも暗雲が垂れ込めている。すでに勢いを失っている中国経済に加え、米国経済も失速に向かえば、輸出も腰折れを余儀なくされる。企業の設備投資計画は今のところ堅調だが、昨年度からの繰り越し分が多く含まれており、取り巻く環境が変われば再び先送りされるだろう。2023年の年明けから春にかけて、日本経済が景気の山を付ける可能性が否定できないとみる。景気後退の長さや深さは米国経済の動向に大きく依存することになるが、すでに利下げのための「のりしろ」が十分蓄積されていることから後退局面は長引かず、2024年度は再び景気回復基調に戻ってくると予想する。

※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