2022.2.15

# 10－12月期GDPは予想通り急回復

フェロー チーフエコノミスト　小玉　祐一

## １．10－12月期GDPは大幅プラスに

10－12月期の日本の実質GDP成長率は前期比＋1.3%（年率換算：＋5.4%）と、7－9月期の同▲0.7%から大幅プラスに転じた。プラス成長は2四半期ぶりである。事前の市場予想（前期比＋1.5%、年率換算＋6.0%、当社予想は同＋1.4%、＋5.6%）を若干下回ったものの、おおむね予想の範囲内と言える結果であった（図表1、2）。

内訳を見ると、民間最終消費支出が前期比＋2.7%（年率換算：＋11.2%）と、大方の予想通り大きく伸びて全体のけん引役となった。デルタ株収束と、自動車の供給制約緩和に伴う反動増が支えた形である。寄与度ベースでは＋1.4%で、民間最終消費支出だけで全体の伸びを上回っている。

住宅投資は同▲0.9%（同▲3.7%）と2四半期連続のマイナスとなった。もともと終了予定だった住宅ローン減税の特例措置（2022年度税制改正で延長）の駆け込み需要が夏場で一巡したことが影響したと考えられる。一方で、首都圏のマンション需要に持ち直しの兆しが見られたこともあり、マイナス幅は7－9月期の同▲1.6%から縮小した。

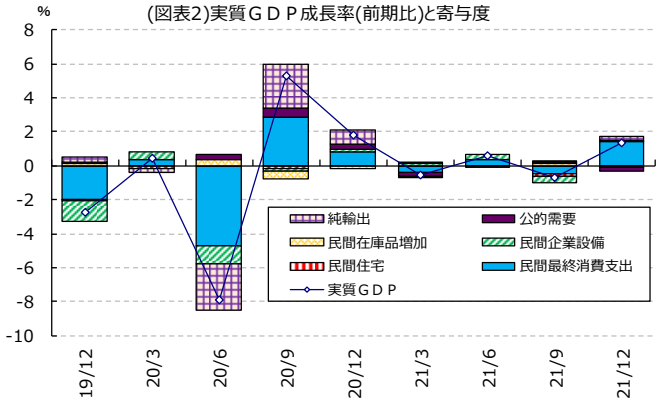
民間企業設備投資は同＋0.4%（同＋1.6%）と、2四半期ぶりにプラス成長に回帰した。半導体不足の緩和に加え、堅調に推移するDX（デジタルトランスフォーメーション）や脱炭素関連の投資需要が下支え役になったと考えられるが、かろうじてプラスを確保するにとどまった。

（図表1）当社の実質ＧＤＰ成長率予測と実績

| (前期比, %) | 当社予想 | | 実績 | |
|---|---|---|---|---|
| | 2021年10-12月期 | | 2021年10-12月期 | |
| | | 寄与度 | | 寄与度 |
| 実質ＧＤＰ | 1.4 | － | **1.3** | **－** |
| 前期比年率 | 5.6 | － | **5.4** | **－** |
| 民間最終消費支出 | 2.2 | 1.2 | **2.7** | **1.4** |
| 民間住宅投資 | -0.8 | -0.0 | **-0.9** | **-0.0** |
| 民間設備投資 | 0.1 | 0.0 | **0.4** | **0.1** |
| 政府最終消費支出 | 0.2 | 0.0 | **-0.3** | **-0.1** |
| 公的固定資本形成 | -2.8 | -0.1 | **-3.3** | **-0.2** |
| 民間在庫品増加(寄与度) | － | 0.2 | **－** | **-0.1** |
| 純輸出(寄与度) | － | 0.1 | **－** | **0.2** |
| 財貨・ｻｰﾋﾞｽの輸出 | -0.2 | -0.0 | **1.0** | **0.2** |
| 財貨・ｻｰﾋﾞｽの輸入 | -0.6 | 0.1 | **-0.3** | **0.0** |
| 名目ＧＤＰ | 1.6 | － | **0.5** | **－** |
| 前期比年率 | 6.4 | － | **2.0** | **－** |
| ＧＤＰﾃﾞﾌﾚｰﾀ(前年同期比) | -0.9 | － | **-1.3** | **－** |

（出所）内閣府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

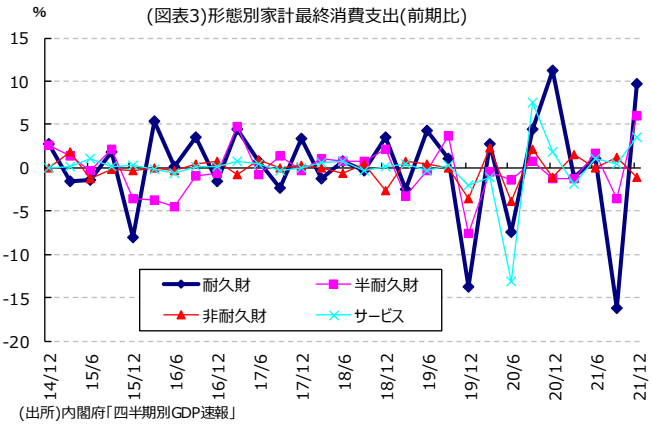



(出所)内閣府「四半期別ＧＤＰ速報」

公的固定資本形成は同▲3.3%（同▲12.4%）と4四半期連続のマイナスとなった。国土強靭化関連の防災・減災工事や災害復旧工事の一巡等もあって、低調な推移が続いている。政府最終消費支出は同▲0.3%（同▲1.3%）と、3四半期ぶりのマイナスとなった。ワクチン接種の一巡の影響が大きいが、デルタ株の収束で受診控えが減少に向かったことがマイナス幅を小幅にとどめる要因になったとみられる。輸出は同＋1.0%（同＋3.9%）と2四半期ぶりのプラス。中国向けは減速する一方、欧米向けの回復がカバーした形とみられる。

## ２．大幅増となった個人消費

10－12 月期の民間最終消費支出は、前期比＋2.7％（年率換算：＋11.2％）と、年率で二桁に乗せる急回復を遂げた。形態別国内家計最終消費支出を見ると、耐久財が同＋9.7％（GDP への寄与度：＋0.4％）、半耐久財が同＋6.0％（同＋0.2％）、非耐久財が同▲1.1％（同▲0.2％）、サービスが同＋3.5％（同＋1.1％）となっており（図表3）、非耐久財以外は大きく回復した。



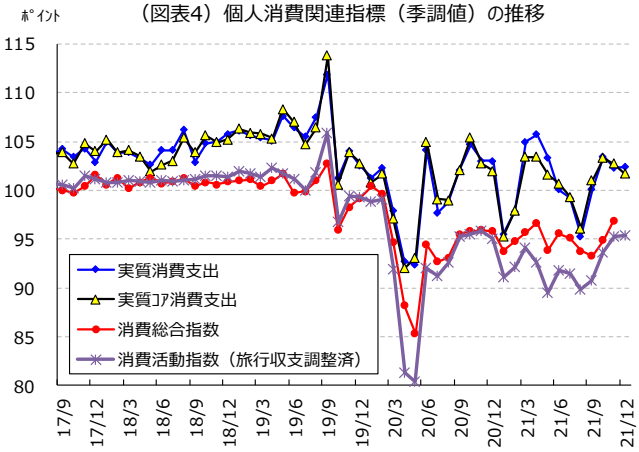
(出所)内閣府「四半期別GDP速報」

耐久財に関しては、半導体不足で9、10 月と自動車販売が前年比で 3 割以上落ち込んでいた反動が現れた形とみられる。ただ、7－9 月の大幅マイナス（前期比▲16.2％）を取り戻すには至らなかった。半耐久財に関しては、10 月以降の人出の回復で、百貨店等で衣料品の売上が大きく伸びた影響とみられる。

サービスの伸びは耐久財、半耐久財に比べれば小さいが、もともと振れの小さい項目であり大幅プラスと言える。ウェートが大きいため、プラス寄与度は耐久財と半耐久財の合計よりも大きい。半耐久財同様、デルタ株収束と緊急事態宣言終了に伴う人出の回復を反映した形である。一方、非耐久財のマイナスは、ガソリンや灯油、食品等の身の回り品の価格上昇が、実質ベースでの減少につながった可能性がある。

## ３．年明けの個人消費の減少は避けられないが

月次で発表される主要個人消費統計からは、感染者数が大幅に減少した 9 月以降、いったん回復傾向をたどった後、11、12 月は再び息切れした様子が現れている（図表 4）。1 月以降は、まん延防止等重点措置（以下、まん延防止措置）の拡大に伴い、再び人流が鈍っており、個人消費がさらに落ち込むのは避けられない情勢である。もっとも、いったん大きく回復した水準からの減少なのに加え、3 月には感染収束で再び反動増がみられる可能性が高いことを考えれば、1－3 月期が四半期ベースで大きく落ち込むことへの過度な懸念は不要と考えられる。



（出所）総務省「家計調査」、日銀「消費活動指数」、内閣府「消費総合指数」

まん延防止措置が拡大するなかでも、消費者の間にパニック的な不安心理が広がっている様子は見られない。コロナ禍での消費マインドはここまで、緊急事態宣言やまん延防止措置が発動されるとともに落ち、解除とともに回復するというパターンを繰り返してきたが、回を追うごとに落ち込み幅は小さくなり、均せばむしろ回復に向かっている。今回も同様のパターンをたどる可能性が高いとみられる。

主要国の状況を見る限り、オミクロン株は拡大から 1 ヵ月程度でピークをつける例が多く、その後の収束も早い。新規感染者数の減少トレンド入りが確認できれば、個人消費のペントアップディマンド（繰越需要、鬱積需要）が再び戻ってくる展開が期待できる。岸田政権による 55.7 兆円の経済対策も下支えとなろう。家計、企業への各種給付金の支給に加え、感染が落ち着けばGo To Travel キャンペーンの再開も見込まれる。賃上げ促進税制（図表 5）に過大な期待は禁物だが、企業業績が大きく改善するなかで、大企業の賃上げ余力が着実に拡大しているのは確かである。あと少しで優遇税制の基準をクリアできそうな企業の背中をひと押しする効果はあるだ

ろう。2022 年の春闘では、2 年ぶりに 2%の賃上げ率が実現する可能性が高い。賞与も改善が見込まれ、所得面からの消費下支えが期待できる。

家計貯蓄率も高止まりが続いている。コロナ前の 4 年間の平均は 1.12%だったが、直近の 2021 年 7－9 月期は 10.3%と二桁である。家計は消費余力を有している可能性が高い。

（図表5）賃上げ企業への法人税額控除の拡充

大企業・中堅企業

| | 対象 | 条件(前年度比) | 控除率 | |
|---|---|---|---|---|
| 従来 | 新規採用した従業員給与 | 2%以上↑ | １５% | 最大 |
| | 教育訓練費 | ２０%以上↑ | ＋５% | ２０% |
| 新制度 | 継続雇用の従業員給与 | ３%以上↑ | １５% | 最大 |
| | | ４%以上↑ | ＋１０% | ３０% |
| | 教育訓練費 | ２０%以上↑ | ＋５% | |

中小企業

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 従来 | 従業員全体の給与 | 1.５%以上↑ | １５% | 最大 |
| | 教育訓練費 | １０%以上↑ | ＋１０% | ２５% |
| 新制度 | 従業員全体の給与 | 1.５%以上↑ | １５% | 最大 |
| | | 2.５%以上↑ | ＋１５% | ４０% |
| | 教育訓練費 | １０%以上↑ | ＋１０% | |

（出所）各種報道より明治安田総研作成

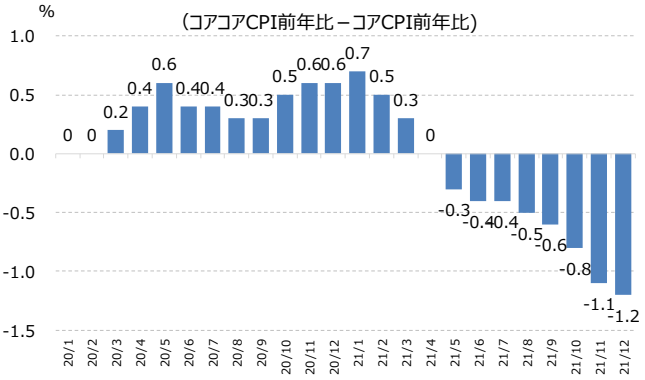
## ４．物価上昇は消費の下押し圧力

一方で、エネルギー価格の上昇は当面実質消費に対する下押し圧力になり続ける。

12 月のコア CPI（生鮮食品を除く総合）は前年比＋0.5%だったが、これとコアコア CPI（生鮮食品及びエネルギーを除く総合）の同▲0.7%との差がエネルギー価格の影響である。すなわち、足元の実質個人消費（所得）には、前年比ベースで差し引き▲1.2%の下押し圧力となっている（図表 6）。エネルギー価格の高騰は当面、個人消費の下押し圧力になり続ける可能性が高い。ウクライナ情勢の緊迫化に伴い、足元の原油価格（WTI）は 95 ドル台まで上昇している。レギュラーガソリン価格は今後さらに上昇に向かうだろう。電気料金も大手 10 社中 9 社が 3 月までの値上げを決定している。燃料費調整制度の上限に達した会社以外は、4 月も値上げを続ける可能性が高い。

（図表6）エネルギー価格の実質個人消費への影響

（コアコアCPI前年比－コアCPI前年比）




（出所）総務省「消費者物価指数」

強弱材料の綱引きが続くものの、オミクロン株収束後は当面の間、ペントアップディマンドが他のマイナス要素を上回る可能性が高いとみる。ただし、反動増局面が期待できるのは長くても 4－6 月期あたりまでであろう。その後もエネルギー価格の高騰が長引くようであれば、個人消費が急速に冷え込む展開も考えられる。所得の改善は年度を通して下支えになるとはいえ、賃上げ率の上乗せ幅はせいぜい 0 コンマ数ポイントの世界であり、大きな効果が期待できるわけではない。年度後半の個人消費が再び停滞気味の推移に戻ってくる可能性は低くない。

なお、日本の場合、マクロベースではインフレが進行しているわけではない点には注意が必要である。10－12 月期の GDP デフレーターは前期比▲0.8%で、7－9 月期の同▲0.4%からむしろマイナス幅が拡大した。輸入デフレーターは同＋6.5%と、7－9 月期の同＋6.4%に続き高い伸びとなっている。これは、輸入物価の国内製品への価格転嫁が進んでおらず、もっぱら企業や家計の所得面での圧迫要因として働いていることを意味する。今のところ、物価上昇の悪影響の経済への波及経路は、欧米とは多少様相が異なる。

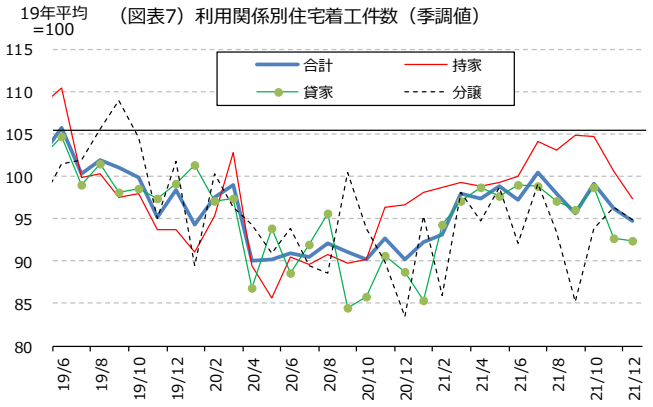
## ５．住宅投資は停滞気味の推移

住宅投資は前期比▲0.9%（年率換算：▲3.7%）と 2 四半期連続のマイナスとなった。もともと終了予定だった住宅ローン減税の特例措置（2022 年度税制改正で延長）の駆け込み需要が夏場で一巡したことが影響したと考えられる。一方で、首都圏のマンション需要に持ち直しの兆しが見られたこともあり、マイナス幅は 7－9 月期の同▲1.6%から縮小した。

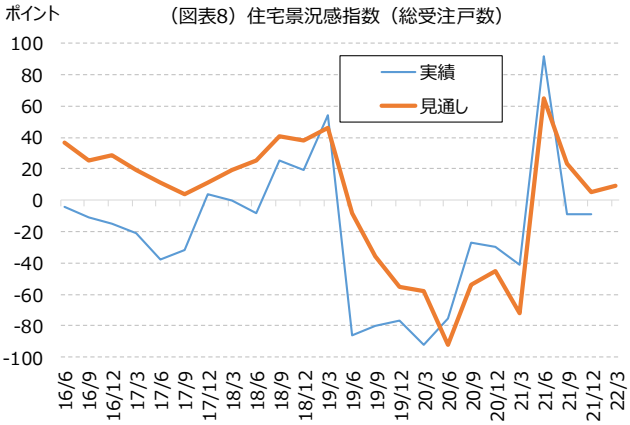
1 月の日銀地域経済報告（さくらレポート）を見ると、住宅投資の判断は、10 月に続き 9 地域中 5 地域で上方

修正された。10 月は 6 地域で用いられていた「持ち直し」との表現が全 9 地域に広がっている。もっとも、企業からは、ペントアップディマンドの顕在化や、住宅支援策終了前の駆け込み需要を指摘する声が上がっており、中期的な持続性には疑問符が付く結果となっている。

月次の住宅着工統計を見ると、春先以降、7 月までは回復基調にあったが、8 月以降はむしろ息切れしつつある様子が見てとれる（図表 7）。1 月のさくらレポートの結果も、10 月の発射台が高かったことを反映していた可能性があり、方向性としてはすでに減速傾向にあったと考えられる。住宅生産団体連合会がまとめた住宅景況感指数において、総受注戸数に関する先行き見通しが低下していることも、目先の減速を示唆している（図表 8）。



（出所）国土交通省「住宅着工統計」



（出所）一般社団法人 住宅生産団体連合会

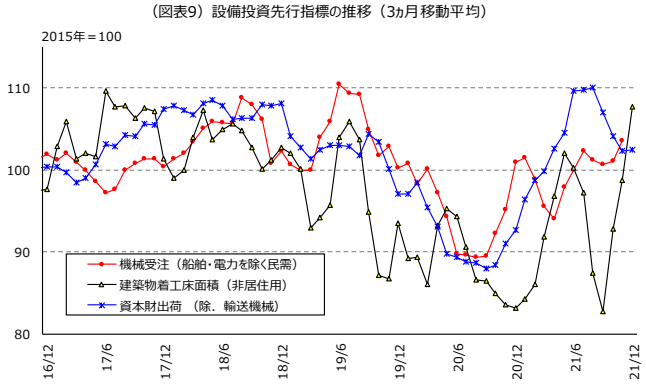
オミクロン株の拡大に伴い、12 月以降は再び販売センター等への出足は鈍っていると考えられ、年明け以降の住宅投資は軟調な推移の持続が予想される。その後いったんペントアップディマンドの顕在化を見た後、年末にかけては再度鈍化という、アップダウンの激しい 1 年になると考えられる。

こうしたなか、住宅ローン金利の動向は追加的なリスクとなる。ポスト黒田体制で日銀が早期にイールドカーブコントロール（YCC）の枠組み修正に動くようであれば、金利が予想以上に上昇し、2023 年度の住宅投資を押し下げる可能性がある。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、マンション中心に物件の値上がりが続いていることも抑制要因となる。2023 年度までの住宅投資の増勢は均せば鈍化方向と予想する。

## ６．設備投資はデジタル・脱炭素が下支えに

民間企業設備投資は前期比＋0.4％（年率換算：＋1.6％）と、2 四半期ぶりにプラス成長に回帰した。半導体不足の緩和に加え、堅調に推移する DX や脱炭素関連の投資需要が下支え役になったとみられるが、かろうじてプラスを確保するにとどまった。

設備投資の先行指標の一つである 12 月の資本財出荷（除．輸送機械）は前月比＋0.9％と、小幅ながら 2 ヵ月連続のプラスとなった（図表 9）。品目別に見ると、基地局通信装置の寄与が最も大きく、同＋108.2％と 2 倍以上の伸びとなっている。半導体不足の影響を受けていた品目であり、その影響が徐々に緩和に向かっている可能性が現れている。



（出所）内閣府「機械受注」、国土交通省「建築着工」、経済産業省「鉱工業出荷内訳表」

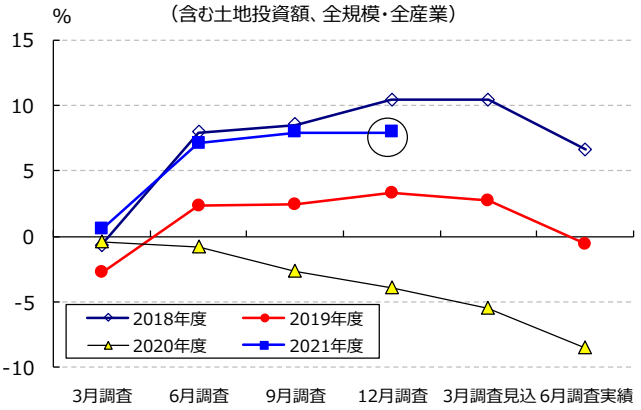
建築物着工床面積は振れの大きい展開が続いているが、直近 3 ヵ月は持ち直している。都市再開発案件や物流施設が下支えになっている模様である。機械受注（船舶・電力を除く民需）も均せば回復傾向にある。コロナ禍

でも堅調な推移が続いてきた製造業に対し、非製造業は相対的に出遅れていたが、ここへきて建設や卸売・小売を中心に下げ止まる兆しが見える。

12月日銀短観における全規模・全産業ベースの設備投資計画は前年比＋7.9%で、9月調査と同じ伸び幅となった。この時期としては3年ぶりの高い伸びで、半導体不足が設備投資計画に与える影響が限定的である可能性が示されている（図表10）。特に、ソフトウェア投資額が大企業、中小企業問わず好調である。生産・営業用設備判断DIも、改善傾向が続いており、先行きは▲2と、2年ぶりに不足超に転じる見通しとなっている（図表11）。

日本の設備投資の増減は、短期的には外需に左右される傾向が強く、中国経済の急減速は痛手だが、今後、オミクロン株が収束に向かえば、幅広い業種で設備投資マインドの回復が期待できる。また、ある意味国策である脱炭素関連投資は、多少の業況の振れにかかわらず継続的な実施が求められる。ホテルや飲食店等の新設需要や、航空機や鉄道車両等の更新需要はしばらく低迷を余儀なくされるとみられるものの、来年にかけての設備投資は、外需、DX、脱炭素等をけん引役に、回復基調が続くと予想する。

（図表10）設備投資計画（前年度比）
（含む土地投資額、全規模・全産業）




（出所）日銀「短観」

（図表11）短観設備判断DI(全規模・全産業)

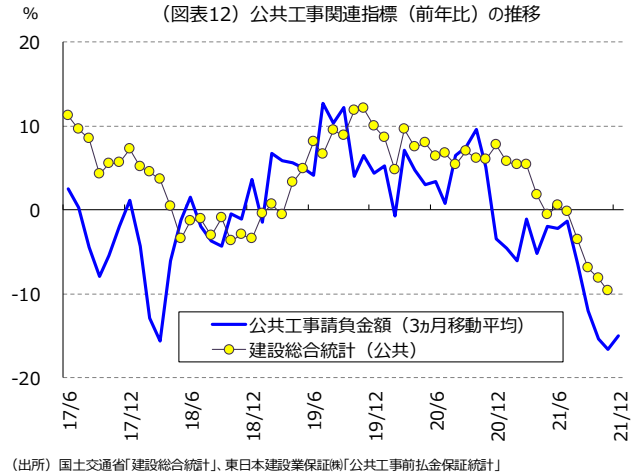
（出所）日銀「短観」

## 7．公共投資は横ばい圏内の推移を予想

10－12月期の公的固定資本形成は前期比▲3.3%（年率換算：▲12.4%）と、4四半期連続のマイナスとなった。マイナス幅は3期連続で3%台と大きい。国土強靭化関連の防災・減災工事や災害復旧工事の一巡等もあって、低調な推移が続いている。公共投資の先行指標である公共工事請負金額も明らかに衰えている（図表12）。

1月のさくらレポートを見ると、公共投資の判断は、9地域中4地域で下方修正された。10月の時点では、8地域で「増加」、「高水準」、「高めの水準」いずれかの表現が用いられていたが、今回は5地域に減り、残りの4地域は「減少」、「弱めの動き」、「横ばい圏内」のいずれかとなった。

（図表12）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」

ただ、予算的には2022年度も昨年度とほとんど同額が確保されていることを考えれば、減少傾向にはそろそろ歯止めがかかると考えられる。2022年度予算では、前年度予算対比で同程度の公共事業関係費が確保された（6兆575億円）。当初予算段階での公共事業関係費は、ここ8年間約6.0兆円～6.1兆円の間で推移しており、ほとんど変わらない。2021年度の補正予算では2兆19億円が計上されており、2020年度補正が2兆4,610億円だったことを考えれば、前年度の補正含みでは減少することになるが、繰り越し分を加えれば10兆円前後で、2021年度とやはり同程度である。

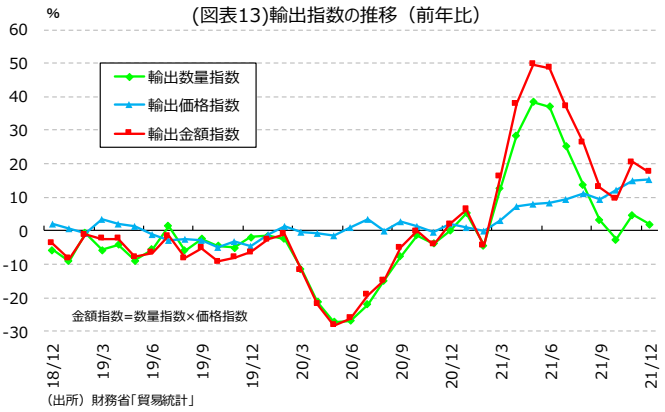
今年度は、単年度主義の弊害是正に向け、国庫債務負担行為を新規に約 2.1 兆円設定、施工時期の平準化・施工の効率化を図るなど、質の面での工夫もなされている。足元で減速しつつある公共投資を押し上げるには力不足なのは確かだが、国土強靭化計画が 5 ヵ年計画として組み込まれているなか、今後も公共事業関係費の予算は少なくとも前年比と同水準のレベルが確保される可能性が高く、2023 年度までの公共投資は、均せば横ばい圏内の推移が続くと予想する。

政府最終消費支出は前期比▲0.3%（年率換算：▲1.3%）と、3 四半期ぶりのマイナスとなった。ワクチン接種の一巡の影響が大きいが、デルタ株の収束で受診控えが減少に向かったことは一定の下支えになったとみられる。今後は、ブースター接種の加速が押し上げ要因となろう。オミクロン株が収束に向かえば、受診控えも解消に向かうとみられるが、2023 年度までを均してみればほぼ横ばい圏の動きとなる可能性が高い。

## ８．輸出に力強さは期待できず

10－12 月期の輸出は前期比＋1.0%（年率換算：＋3.9%）と 2 四半期ぶりのプラスとなった。中国向けの減速を、欧米向けの回復がカバーした形である。

12 月の貿易統計によると、輸出の実勢を示す数量指数は前年比＋2.0%と、前月の同＋4.7%に続き 2 ヵ月連続でプラスとなった（図表 13）。主要相手国・地域別に見ると、米国が同＋6.8%、EU が同＋3.5%なのに対し、中国が同▲5.5%と足を引っ張っている。米国が 4 ヵ月ぶりにプラス転換したのに対し、中国は 3 ヵ月連続のマイナスである。米国向けの回復は、供給制約の緩和に伴う自動車輸出の回復が大きく寄与している。もっとも、半導体の確保は一定程度進む一方で、東南アジアからの部品調達の停滞に伴う主要自動車メーカーの生産調整は 3 月まで続く見込みであり、年明けの輸出への下押し圧力になりそうである。ただ、オミクロン株が収束に向かえば再び反動増が期待できる。




その後のトレンドは海外景気次第である。まず、米国景気はすでに自律的な回復軌道に乗っている。各種の供給制約も時間の経過とともに正常化へ向かう可能性が高い。雇用・所得環境の改善や堅調な企業業績を背景に、個人消費や設備投資の増加基調が続くと考えられるほか、インフラ投資法案や歳出法案による景気浮揚効果も見込まれ、2022 年も拡大基調を持続しよう。もっとも、財政面からの支援規模は 2021 年前半と比べて縮小することや、FRB（米連邦準備制度理事会）が金融政策の正常化に向けた動きを強めることもあり、景気拡大ペースは 2022 年半ば以降、次第に緩やかなものになると予想する。

欧州では、オミクロン株の影響のほか、エネルギー価格の上昇や供給制約の影響もあり、少なくとも 2022 年の春先までは、景気に下押し圧力がかかった状態が続く可能性が高い。ただ、エネルギー需給は冬の需要期を過ぎれば緩和に向かうことが想定される。ウクライナ情勢は予断を許さないものの、景気は緩やかな回復傾向を維持すると予想する。

一方、中国経済は減速傾向の持続が見込まれる。2022 年秋に共産党大会を控えていることを考えれば、政府が景気失速を座視することはないとみられるものの、ある程度の経済成長を犠牲にしてでも「共同富裕」を実現、国家の安定を目指そうという習近平政権の意志は強固に見える。今後経済対策が打ち出されるとしても、必要最小限の規模にとどまる可能性が高い。当研究所では、2022 年、2023 年とも実質 GDP 成長率は 5%台と予想している。

全体としては、中国向けの鈍化を、欧米向けがカバーする形となるが、2023 年度までの輸出は均せば緩慢な伸

びにとどまると予想する。

**９．１－3 月期もプラス成長か、その後も回復持続**

1 月 9 日に 3 県で発令されたまん延防止措置は、その後対象を 36 都道府県にまで拡大してなお継続中である。2022 年 1－3 月期は、対面サービス産業を中心に個人消費が再度軟化するのは避けられないほか、半導体や輸入部品の調達難が、生産、投資、輸出の下押し圧力となる状況も続いている。しかし、3 月には再び反動増がみられる可能性が高いことを考えれば、1－3 月期の実質成長率はなんとかプラスを確保するとみている。

オミクロン株は、主要国ではようやくピークアウトの兆しが見えてきた。新たな変異株が次々に登場する展開は今後もリスクだが、ここまで、感染力と毒性が反比例するというウイルス学の基本通りの推移をたどってきたのも確かである。ワクチン接種の進展や経口薬の増加、With コロナの経済運営手法の確立など、対抗手段も整備されてきたことを考えれば、新型コロナウイルスはもはや世界経済の深刻な脅威にはならない可能性が高まってきている。

足元の世界経済は、国・地域ごとの格差を伴いながらも、総じて回復に向かっている。2023 年にかけても、回復トレンドが続くと予想する。米国のインフレが予想以上に強く、長引いているのは確かだが、背景にある供給制約が時間とともに緩和に向かうとの見方を変える必要はない。利上げの進展で 2023 年にかけての景気は減速が予想されるものの、同時に持続性を高める展開が期待できる。欧州経済も、感染症が収束に向かうとともに、反動増的な需要が顕在化、底堅い回復が続くと予想する。一方、中国経済は、ゼロコロナポリシーの徹底に加え、不動産価格の調整などで停滞が続く可能性が高い。

堅調な世界経済のもと、日本経済も均せば回復トレンドが続くと予想する。4－6 月期は、供給制約の緩和や、ペントアップディマンドが景気を支える形で高めの成長率が期待できる。ブースター接種の加速が見込まれるのに加え、日本製ワクチンの登場が近づいていることも安心材料になる。もっとも、労働力人口、生産性とも伸び悩むなかで、潜在成長率が低迷を続ける構図に改善の兆しは見えない。反動増が一巡する 2022 年度後半以降、成長率は再び鈍化に向かうと予想する。

※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 TEL03-6261-6411