

## 寄稿

景気見通し (2022年春)

## 22年度、好発進の後に伸び悩み

— 戦争長期化なら23年度はマイナス成長へ —

稲葉 圭一郎 (いなば けいいちろう)

公益社団法人 日本経済研究センター  
主任研究員 (短期経済予測主査)

## 《要 約》

わが国景気は民間消費の反動増に主導されて22年度央にかけて改善するも、その後は伸び悩み。実質 GDP 成長率の予測値は21年度：2.6%、22年度：2.1%、23年度：0.1%。22年度は、ロシアのウクライナ侵攻を受けて一段高となっている鉱物・食糧資源価格が外需および国内民需の下押しに作用する。そうした中でも、主として年度前半において、オミクロン株の沈静化を受けて人の移動が回復するも、潤沢な消費原資が先送りされた消費需要を発生させるほか、政府消費も通院の回復やワクチン3回目接種の影響で強含む。資材・部品の供給制約が徐々に和らぐも、官民双方による固定資本形成は増加するほか、米中での堅調な景気展開がわが国の輸出を増加させる。23年度、景気は横ばいだ。固定資本形成は官民双方で増加するものの、民間・政府消費は反動減となるほか、海外経済成長の鈍化が輸出の伸びを減じる。戦争の長期化や対ロシア制裁の継続・強化によって資源価格が高止まりとなる場合、23年度はマイナス成長となる。スタグフレーションだ。

## 【前提条件、海外要因で様変わり】

今回の景気見通しでは外生要因に関する仮定が様変わりだ。米国における利上げ開始実施が早まったことに加えて、ロシアによるウクライナ侵攻によって鉱物・食糧資源価格が急騰したからだ(以下、ロシア禍)。原油価格については、今後、右肩下がりの WTI 先物カーブが示唆する率で弱含んでいくと仮定している。年度中の平均は22年度：1 バレル=107.6ドル、23年度：1 バレル=91.1ドル。なお、今回見通しでは、資源価格が足

元から下落することなく高止まりして上記の値よりも大きくなるリスクシナリオに基づく予測値も策定している。最後に紹介する。

金利は日本銀行のターゲット通りであり、予測最終期(24年1-3月期、以下同様)までターゲットの変更はない。他方で、米国では利上げ局面入りとなる。利上げ幅の合計は23年3月末までの期間で1.5%に達すると仮定している(22年3月実施分を含む)。こうした日米金融政策の差異を踏まえて、為替レートは、22年度末までは円安

場合、その後、予測最終期にかけては円が反発すると仮定している。予測最終期までを均すと1ドル=115.4円。

コロナ禍での景気予測では、新型コロナウイルスの感染状況の先行きに関して大前提を置く必要がある。今回見通しでは、オミクロン株の沈静化を受けて、22年度より、「同ウイルス感染症用ワクチン（以下、ワクチン）3回目接種の進展、新規感染者数の低位安定、あるいは治療薬の行き渡りといった理由によって、事態は明瞭に改善していく」との大前提を置く。こうしたもとで「人の移動は順調に回復していく」、そして「資材・部品の供給難が徐々に和らいでいく」。わが国を含む主要国において、人々の将来期待の底割れや金融危機の発生といった最悪の事態は生じない。

### 【22年度好発進も、その後は伸び悩み】

そうした大前提のもとで、わが国景気は民間最終消費支出（以下、民間消費）の反動増に主導されて22年度半にかけて改善するも、その後は伸び悩みと予測する（図表1）。実質GDPの規模は予測期間を通じてコロナ禍前（18年度平均、以下同様）を回復しない。予測最終期にはそれを0.5%下回る。

22年度入り後、わが国景気は好発進となる。オミクロン株の沈静化を受けて人の移動が回復するもとで、潤沢な消費原資が先送りされた消費需要（以下、ペントアップ需要）を発生させるほか、岸田政権による「10万円給付」も民間消費の押し上げに寄与する。また、政府最終消費支出（以下、政府消費）が通院の回復やワクチン3回目接種の影響で強含む。さらに、資材・部品の供給難が徐々に和らぐもとで官民双方による固定資本形成が増加する。この間、堅調な米中景気が輸出・生産を増加させる。

23年度になると、わが国景気は横ばいの動きとなる。ペントアップ需要発生や「10万円給付」による民間消費の押し上げが剥落する。政府消費はコロナ禍対応の支出が減少する。海外経済成長の伸びが鈍化するもとで輸出の伸びも小さくなる。これらとは対照的に、公的固定資本形成（以下、

図表1 国内経済の見通し（前年比%、寄与度%ポイント）

		実績	今回見通し		
年度		20	21	22	23
実質国内総支出		-4.5	2.6	2.1	0.1
寄与度	民需	-4.6	1.4	2.2	-0.1
	民間最終消費支出	-3.0	1.3	1.5	-0.4
	民間住宅投資	-0.3	-0.1	0.0	0.0
	民間企業設備投資	-1.2	0.2	0.4	0.3
	公需	0.8	0.1	0.5	0.1
	政府最終消費支出	0.5	0.5	0.3	-0.2
	公的固定資本形成	0.3	-0.4	0.2	0.3
	外需	-0.6	1.1	-0.6	0.1
	輸出	-1.8	2.2	0.4	0.5
	輸入（控除項目）	1.2	-1.1	-0.9	-0.4
名目国内総支出		-3.9	1.1	0.3	0.8
GDP デフレータ		0.6	-1.4	-1.8	0.7
国内企業物価指数		-1.4	7.2	9.0	-1.0
消費者物価指数（除く生鮮）		-0.4	0.0	1.4	0.5
鉱工業生産指数		-9.5	6.3	5.6	1.5
企業経常利益		-15.6	30.1	-31.9	-3.2

（注）消費者物価指数と企業物価指数は消費税の影響を含むベース。

（資料）内閣府『四半期別GDP速報』、総務省『消費者物価指数』、日本銀行『企業物価指数』、経済産業省『鉱工業指数』、財務省『法人企業統計』

公共投資）はしっかりと増加を続ける。結局、実質GDP全体の底堅さは民間企業設備投資（以下、設備投資）の強弱に依存することになる。

### 【ロシア禍、物価は上昇】

22年度、企業の間での財・サービスの価格、すなわち企業物価が大きく上昇する中、消費者物価も強含む（図表1）。今回見通しでは、22年4月から1年間のGoToトラベル実施を仮定している。実施されない場合、消費者物価指数（除く生鮮）の前年伸び率の予測値は22年度：1.8%、23年度：0.1%。そうした特殊要因とエネルギー価格の変動を除外すると、21年度：0.3%、22年度：0.8%、23年度：0.5%。企業物価高の影響が財、とりわけ食料品を中心に染み出てくる予測だ。

### 【堅調な外需、増加する輸出と国内生産】

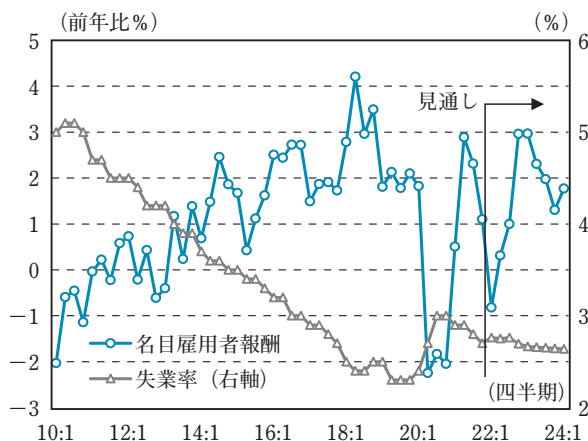
わが国の外需は堅調に推移するだろう。世界各

国の実質 GDP 成長率をわが国からの輸出額で加重平均すると22年：4.2%、23年：3.4%（図表2）。わが国の会計年度でみると22年度：4%、23年度：3.5%。

ウクライナ侵攻に対する主要国の制裁措置を踏まえて、ロシアの実質成長率は大幅なマイナスになる。内訳をみると、高インフレと物資不足を受けて民間消費の落ち込みが顕著となる（図表3）。原油・天然ガス輸出も大幅減となるものの、国内需要の減少が輸入を強く下押しするため、純輸出の下押しはあくまで相対的には小さくなる。なお、同国の経済統計については、今後、その作成が困難化したり、公表が遅れたりする可能性がある。

ロシア禍、世界的な先行き不透明感の高まりや、資源輸入国においてより深刻化する企業物価高と

図表4 名目雇用者報酬と失業率



(資料) 内閣府『四半期別 GDP 速報』、総務省『労働力調査』

企業利益悪化は、世界各国にて、設備投資を下押しするほか、消費者物価の上昇は実質購買力の低下を通じて民間消費を下押しし得る。こうした下押し効果はユーロ圏にてより強く作用するだろう。世界有数の資源輸出国である米国では相対的に軽く済む。もっとも、同国では、連続的に実施される利上げが設備投資や住宅投資を下押しする効果を発揮するだろう。この間、中国経済についてはロシア禍から受ける下押し効果は限定的なものになると整理している。中国のエネルギー自給率は相応に高い上に、ロシアからの原油・天然ガスの輸入は困難化しない公算が大きいほか、必要に応じた柔軟かつ実効的な景気刺激策の発動も期待できる。

今後、堅調な外需動向を受けて、また資材・部品の供給難が緩和するもとで、わが国の輸出は増加していく。このことは、22年度央までの民間消費の反動増と相まって、国内の生産動向を活発化させていく（生産水準の伸び率については図表1）。これらの結果、雇用・所得環境は緩やかに改善していく（図表4）。

**【民間消費が反動増を開始、されど22年度央まで】**

民間消費の実質前年比伸び率の予測値は、21年度：2.6%、22年度：2.9%、23年度：-0.7%。消費水準は予測期間を通じてコロナ禍前を回復しない。予測最終期ではコロナ禍前を1.9%下回る。

図表2 海外の実質成長率見通し (前年比%)

暦年		実績	今回見通し		
		20	21	22	23
海外計		-1.4	6.1	4.2	3.4
米欧	米国	-3.4	5.7	3.1	2.4
	ユーロ圏	-6.4	5.2	2.6	1.4
BRICS	ブラジル	-3.9	4.6	1.5	1.9
	ロシア	-3.0	4.1	-7.9	-3.8
	中国	2.2	8.1	5.4	5.0
アジア諸国	インド	-6.5	8.1	9.6	6.0
	韓国	-0.9	4.0	3.4	2.7
	台湾	3.4	6.4	3.5	2.6
	豪州	-2.2	4.7	4.6	2.5
ASEAN4		-4.7	3.5	5.7	4.5

(注) 海外計は、各国の成長率を日本の輸出額で加重平均したものであり、上記の国々のほかに英国を含む。

図表3 ロシアの実質 GDP 成長率の予測値 (前年比%、[ ] 内は寄与度%ポイント)

	22年	23年
実質 GDP	-7.9	-3.8
民間消費	-8.3 [-4.5]	-4.4 [-2.4]
総固定資本形成	-4.2 [-0.9]	-6.3 [-1.4]
在庫	*** [-3.4]	*** [-0.2]
政府消費	-3.4 [-0.7]	-3.6 [-0.7]
輸出	-17.6 [-4.8]	-12.5 [-2.9]
輸入(控除項目)	-28.0 [6.4]	-19.3 [3.7]

(資料) 日本経済研究センター

度重なる緊急事態宣言を受けてペントアップ需要が着実に蓄積されてきた。20年4月から21年12月までの21か月間に、ペントアップ需要は15.1兆円（中年<35-59歳>現役世代：7.5兆円、退職世代：7.6兆円）だと試算できる。こうした蓄積が、政府からの手厚い所得移転と相まった結果、家計部門の資金繰りは全体としてみるとかなり改善した。家計部門の現預金は21年9月末において第1回緊急事態宣言直前の20年3月末に比べて72兆円増えていた。退職世代については、コロナ禍だからといって年金が減額されるわけではないので、コロナ禍が長引くほど消費原資は着実に大きくなってきた。21年度では、人の移動が一時的に回復した21年10-12月期を中心に、同需要が1.9兆円発生したと分析している。

22年度では、コロナ禍の改善の持続や「供給難」の緩和といった前提に、労働市場の緩やか改善が相まって、ペントアップ需要の書入れ時となる。同需要は、お花見、ゴールデンウィーク、夏休み、さらにはシルバーウィークと、旅行や外食を中心に、そして主として年度前半において発生する。自動車販売も増加する。これらの結果、（15.1兆円と試算する）同需要のうち26%（約3.9兆円）が現実のものとなると予測する。残りは失効し、現預金として残る。もっとも、この発生規

模は、ロシア禍での光熱費上昇に伴って高まる家計防衛意識によって低められている。この種のマインド悪化なかりせば、あと1兆円程度大きかったと分析している。

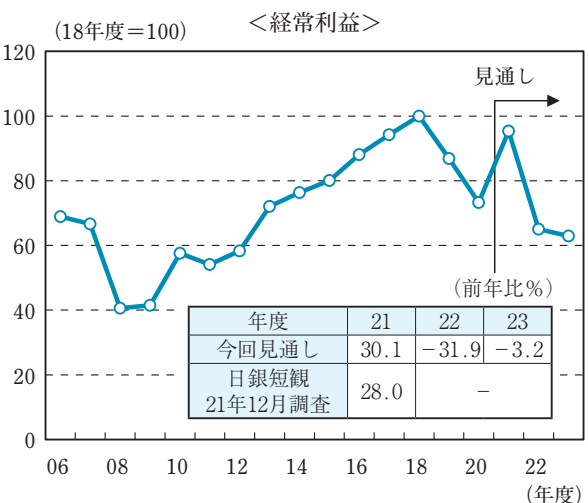
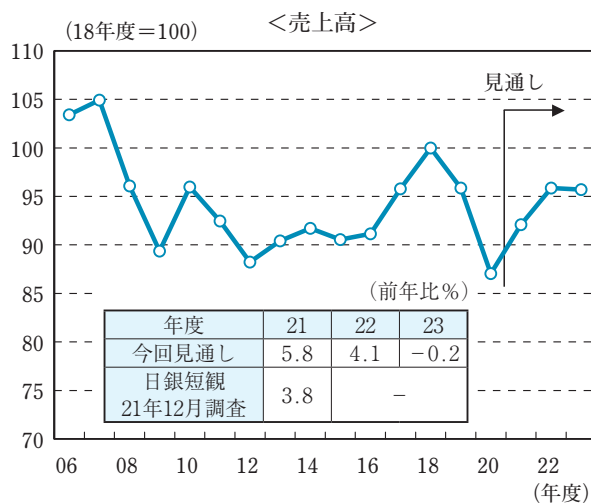
他方、現在実施中の2種類の10万円給付（合計約3.3兆円）については、家計のヤリクリに苦慮し、消費性向が高い住民税非課税世帯向けを中心に、22年度の民間消費を1.2兆円程度（実質GDP全体では0.2ポイント程度）、23年度の民間消費を0.3兆円程度（同0.05ポイント程度）押し上げる効果を予測している。22年度中の押し上げ幅は、前述のロシア禍による下押し幅と拮抗している。

22年度後半になると、民間消費はペントアップ需要発生への減退に伴って反落する。この反落はなかなか押しとどめづらい。コロナ禍以前から問題視されていた労働生産性の低さが災いして賃金の上昇がごく小幅なものにとどまるためだ。さらに「10万円給付」の効果も減衰していく。23年度の民間消費は弱含む。

**【設備投資、「新潮流」を捉えるべく反発も、減益が重し】**

超緩和的な金融環境のもとで、企業の間では、生き残りをかけて、デジタル化や脱炭素といった「新潮流」に乗るための固定資本形成が強まって

図表5 企業収益



(注) 直近の実績は20年度。  
(資料) 財務省『法人企業統計』

いくと予測する。実質前年比伸び率の予測値は21年度：1.3%、22年度：2.3%、23年度：1.7%。予測期間を通じて、ロシア禍での企業利益の低迷が設備投資の増勢を抑える要因となる。

21年度の経常利益の予測水準は、歴史的な高水準期間に含まれる17年度実績を上回る好調なものとなる（図表5）。しかし、前述の企業物価指数の前年比伸び率の予測値を踏まえると、22年度では大きく反落し、23年度も小幅続落となる。両年度の同水準はリーマン危機からの回復途上であった12年度の実績を上回り、13年度の実績を下回る。

### 【公的需要の下支え効果、22年度はしっかり】

もう1つの需項項目である公的需要の下支え効果は、22年度にしっかり発揮された後、23年度には弱含む（実質前年比伸び率の予測値は、21年度：0.4%、22年度：1.9%、23年度：0.3%）。

公的需要の1種である政府消費は、22年度、コロナ禍の改善に伴って通院の回復が生じるほか、3回目ワクチン接種が子供向けを追加して実施される中、高水準で横ばいとなる。23年度ではコロナ禍関連支出が不要となるため、反落を余儀なくされる。他方、もう1種の公的需要である公共投資については、その緊急対策が増額延長（「5年で15兆円」）された「国土強靱化」計画を主因に強い動きとなる。21年末までの工事進捗の遅れが、予測期間を通じて、特に22年度を中心に挽回される。なお、21年度補正予算ならびに22年度予算については、追加的な景気刺激効果をもつ公共投資案件はないと理解している。

### 【リスクシナリオ：戦争長期化によって強まるスタグフレーション、特に23年度】

ウクライナにおける戦争の長期化は、対ロシア制裁の強化・維持を伴いながら、鉱物・食糧資源の需給を逼迫させるもとの、①世界景気、特にユーロ圏の景気を強く下押しするとともに、②わが国でも企業物価の高止まりを通じて民需を下押しするほか、③レアメタルの不足や海運の混乱を通じて国際貿易・分業を攪乱し得る。上記①・②

はスタグフレーションの様相を強める。さらに、上記③も、資材・部品の供給難の緩和を遅らせるあるいは悪化させることによって、固定資本形成や耐久財消費を通じた需要実現を阻害する。スタグフレーション・リスクという火に油を注ぐことになる。

ここでは、資源価格の高止まりによる輸出減少（上記①）と民需減退（上記②）についてその悪影響の試算を行う。リスクシナリオでは、原油価格と食糧価格が、予測期間を通じて、3月7日時点の高水準（原油1バレル＝119.4ドル）で横ばいとなるほか、円ドル為替レートが今回見通し対比で1円円安になると仮定する。22年度に着目すると、海外経済の実質成長率が0.1ポイント低下するに過ぎないため、輸出減少（上記①）は限定的だ（図表6）。民需減退（上記②）については、企業物価の上昇幅の拡大を受けて、企業利益の減益幅が小幅ながらも拡大する。この結果、設備投資の前年比伸び率は下押しされる（今回見通し：2.3%→同リスクシナリオ：2.0%）。このことは実

図表6 リスクシナリオでの見通し

（前年比%、寄与度%ポイント、%）

	今回見通し ベースライン シナリオ		今回見通し リスクシナリオ		
	22	23	22	23	
年度	22	23	22	23	
海外計	4.0	3.5	3.9	2.9	
実質国内総支出	2.1	0.1	2.0	-0.5	
寄与度	民需	2.2	-0.1	2.0	-0.8
	民間最終消費支出	1.5	-0.4	1.4	-0.7
	民間住宅投資	0.0	0.0	0.0	0.0
	民間企業設備投資	0.4	0.3	0.3	-0.1
	外需	-0.6	0.1	-0.5	0.2
	輸出	0.4	0.5	0.4	0.3
	輸入（控除項目）	-0.9	-0.4	-0.9	-0.1
消費者物価指数（除く生鮮）	1.4	0.5	1.7	1.2	
国内企業物価指数	9.0	-1.0	10.2	1.5	
完全失業率	2.7	2.6	2.7	2.8	
鉱工業生産指数	5.6	1.5	5.0	-2.0	
企業経常利益	-31.9	-3.2	-35.5	-20.3	

（資料）内閣府『四半期別GDP速報』、総務省『消費者物価指数』、日本銀行『企業物価指数』、総務省『労働力調査』、経済産業省『鉱工業指数』

質 GDP 変化率全体をベースラインシナリオから0.1ポイント押し下げる。企業物価高を受けて消費者物価も上昇する中、消費者マインドの悪化を受けて、ペントアップ需要発生割合は前述の26%から23%へと低下する。この結果、民間消費の同伸び率は0.2ポイント下押しされる（今回見通し：2.9%→同リスクシナリオ：2.7%）。このことは実質 GDP 変化率全体をベースラインシナリオから0.1ポイント押し下げる。以上を踏まえると、22年度の実質 GDP 成長率はベースラインシナリオから0.1ポイント下振れる。

このリスクシナリオでは、ベースラインシナリオ対比での資源価格の引き上げ幅は23年度においてより大きくなる。これを背景に、23年度、海外経済の実質成長率の0.6ポイント低下を通じて、輸出減少（上記①）は22年度に比べて強まる。企業物価が（ベースラインシナリオでの小幅反落から）小幅続伸へと転換する中、企業利益も大きめの続落となる。さらに、前年度（22年度）における企業利益の減少を受けて資金繰りもタイト化する。これら2つの帰結として、設備投資の前年比伸び率は下押しされる（今回見通し：1.7%→同リスクシナリオ：-0.8%）。これは実質 GDP 変化率全体をベースラインシナリオから0.4ポイント押し下げる。企業物価の小幅続伸を受けて消費者物価も上昇を続ける。こうした中、マインドの悪化のみならず、実質購買力の低下が作用し始めるため、民間消費の前年比伸び率は下押しされる（今回見通し：-0.7%→同リスクシナリオ：-1.3%）。これは実質 GDP 変化率全体をベースラインシナリオから0.3ポイント押し下げる。民需の

減退が輸入を下押しするため、純輸出は0.1ポイントの上押し要因となる。これらの結果、23年度の実質 GDP 成長率はベースラインシナリオから0.6ポイント下振れる。このことに伴って失業者は増加し、完全失業率は小幅ながら上昇する（今回見通し：2.6%→同リスクシナリオ：2.8%）。完全失業率は景気の運行指標であることを踏まえると、その上昇は予測最終期のさらにその先において大きくなってしまう。

リスクシナリオの下振れ幅は、①資源高のさらなる上昇や②資材・部品の供給難の持続によって拡大する。こうなる可能性はある。ウクライナにおけるロシアへの抗戦が市街地でのゲリラ戦へと発展すると、事態の早期収拾は困難化する。また、停戦が成立したとしても、過去の事例（ロシアによるクリミア半島併合やイランの核開発）を参考にすると、主要国による問題国への制裁が即座に解除されるとは限らない。

設備投資の下振れは、わが国企業の生産資本の現代化がライバル海外企業に比べて立ち遅れる可能性を高める。実際に立ち遅れた場合、やや長い目でみると、わが国企業の国際競争力、そしてわが国経済の潜在成長力は低下を余儀なくされる。23年度、総需要の伸び悩む中、成長期待が萎んでしまう事態はなんとか回避したい。さもなければ、スタグフレーションの次にデフレーションが到来する。財政の中長期的な信認を傷つけない範囲で、23年度において企業の設備投資を誘発する税財政措置の必要性が、ロシアによるウクライナ侵攻によって一段と高まっている。

脱稿 2022年3月15日

#### <稲葉 圭一郎氏 プロフィール>

98年、東京大学経済学部卒、日本銀行入行。金融市場、金融システム、金融政策、ならびに景気動向の調査・分析、G20等の国際関係業務、大手金融機関や総合商社とのリレーションシップ・マネジメント、さらにはファイナンスに関する学術研究に従事。08年、ロンドン大学 Ph.D. 取得。20年6月より現職。月刊誌『統計』編集委員（日本統計協会）。元金融庁、元 OECD。