

寄稿

景気見通し（2022年夏）

22年度、好発進も、後半以降に伸び悩み

—税財政を通じた設備投資刺激策を—

稲葉 圭一郎（いなば けいいちろう）

前（公社）日本経済研究センター
主任研究員（短期経済予測主査）

《要 旨》

22年度景気、出だしは好調だ。新型コロナウイルス感染症が小康状態になるも、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、政府消費も通常の通院の回復を受けて底堅く推移する。年度後半になると全体としては伸び悩み。ペントアップ需要の一巡ならびに消費者物価上昇の悪影響で民間消費は反動減となる一方で、景気上押し要因が作用する。資材・部品の供給制約の緩和を受けて官民双方による固定資本形成が強めの動きとなるほか、米中の景気動向を反映して輸出も増加する。この間、資源価格高と円安に反応して、企業物価、消費者物価いずれも上昇するが、上昇率は企業物価の方が大きい。このため企業の経常利益は2割強の大幅減益を余儀なくされる。23年度も景気は伸び悩み。海外景気の続伸を受けて輸出は増えるものの、民間消費は弱含むほか、政府消費も反動減となる。官民双方による固定資本形成が景気の底堅さを規定する。設備投資の動向次第でゼロ成長に近づく。財政の中長期的な信認を傷つけない範囲で、23年度設備投資を刺激する税財政措置が望ましい。

【前提条件、供給制約改善に遅れ】

今回の景気見通しでは、中国ゼロコロナ政策を受けて、外生要因の前提を変更している。中国の主要都市（長春、深圳、上海、および北京）では極めて厳格な行動制限が実施済あるいは実施中だ。このことは国際貿易・分業を攪乱する。そこで、「資材・部品の供給難はしばらく続き、22年度後半になってその緩和が進む」と仮定する。

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＝109.4ドル、23年度：1バレル＝92.6ドル。

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もない。他方で、米国は利上げ局面にある。利上げ幅の合計は23年3月末までの期間

で2%に達すると仮定している（22年3・5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年度半までは円安地合、その後、予測最終期にかけて円は反発を続けると仮定している。予測最終期までを均すと1ドル＝123.4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、新型コロナ感染症が小康状態にあることを受けて、22年度より、「新型コロナウイルス感染症用ワクチン（以下、ワクチン）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。これが「人の移動は順調に回復していく」との前提を可能にする。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。

【わが国景気、22年度好発進も、後半には伸び悩み】

そうした大前提のもとで、わが国景気は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、その後は伸び悩むと予測する（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0.6%下回る。

22年度入り後、わが国景気は好発進となる。新型コロナウイルス感染症が小康を保つもとで人の移動が回復する中、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」も民間最終消費支出（以下、民間消費）を下支える。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接種の影響で強含む。年度後半になると、ペントアップ需要の一巡から、民間消費は反動減を余儀なくされる。その一方で、民間企業設備投資（以下、設備投資）は増加するほか、公的固定

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		21	22	23
実質国内総支出		2.2	1.6	0.6
寄与度	民需	1.5	2.4	0.3
	民間最終消費支出	1.4	1.5	-0.2
	民間住宅投資	-0.1	0.0	0.0
	民間企業設備投資	0.1	0.2	0.5
	公需	-0.1	0.2	0.2
	政府最終消費支出	0.4	0.2	-0.1
	公的固定資本形成	-0.6	-0.0	0.3
	外需	0.8	-1.0	0.1
	輸出	2.0	0.5	0.9
	輸入（控除項目）	-1.2	-1.5	-0.8
名目国内総支出		1.2	2.3	1.9
GDP デフレーター		-1.0	0.7	1.4
国内企業物価指数		7.3	8.9	-0.4
消費者物価指数（除く生鮮）		0.1	2.0	1.3
鉱工業生産指数		5.8	4.2	3.4
企業経常利益		36.8	-22.0	1.9

（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』

資本形成（以下、公共投資）は強めの反動増となる。また、米中経済の景気動向が輸出・生産を堅調に推移させる。これらの押し上げ要因の作用が明瞭になるのは22年度後半だろう。同年度前半では、中国ゼロコロナ政策による同国の景気減速や世界的な供給難の継続が足かせとなるからだ。

23年度もわが国景気は伸び悩みを続ける。民間消費は弱含む。消費者物価の強含みが実質所得の低下を通じて消費を下押しする。ペントアップ需要の発生が一巡するほか、岸田政権による2種類の10万円給付（合計約3.3兆円）の効果も減衰する。政府消費はコロナ禍関連支出の減少を受けて反落する。他方で、海外経済成長の続伸を受けて、輸出は増加を続ける。官民双方による固定資本形成が景気展開の底堅さを規定していく。23年度は設備投資の伸び次第ではゼロ成長になり得る。

【資源高に円安、物価は上昇】

鉱物・食糧資源価格の上昇と円の減価を受けて、22年度、企業の間での財の取引価格、すなわち企業物価が大きく上昇する中、消費者物価は強含む（図表1）。今回見通しでは、22年7月から9カ月間、GoToトラベルが改称の上で実施されると仮定している。実施されない場合、消費者物価指数（除く生鮮）の前年比伸び率の予測値は22年度：2.3%、23年度：1%。そうした特殊要因ならびにエネルギー価格の変動を除外してみると、22年度：1.4%、23年度：0.9%。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。

【底固い外需、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図表2に記載の通りだ。わが国の会計年度で見ると、22年度：3.6%、23年度：3.7%。

米中について付言する。まず米国の22年はソフトランディングだ。①インフレは1-3月期にピークをつけ、②その後、連邦準備制度（以下、Fed）による連続的かつ大幅な利上げならびに量的引き締めの影響で、22年末にかけて徐々に、そして23年入り後は順調に低下していく（図表3）。

図表2 海外の実質成長率見通し（前年比%）

暦年		今回見通し		
		21	22	23
海外計		6.1	3.9	3.6
米欧	米国	5.7	2.7	2.6
	ユーロ圏	5.4	2.5	1.6
BRICS	ブラジル	4.6	1.1	1.1
	ロシア	4.7	-7.1	-4.9
	中国	8.1	5.0	5.5
	インド	8.3	8.0	5.4
アジア諸国	韓国	4.0	3.2	3.0
	台湾	6.6	3.7	2.7
	豪州	4.8	4.7	3.1
	A S E A N 4	3.5	4.9	4.7

（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 米国インフレ予測（前年比%）

暦年		21実績	22	23
Fed (3月)	全体	3.9	4.3	2.7
	コア	3.2	4.1	2.6
今回見通し (6月)	全体	3.9	5.5	2.3
	コア	3.2	4.3	2.5
最新市場予想 (Blue Chip 6月)	全体	3.9	5.3	2.4
	コア	3.2	4.2	2.7

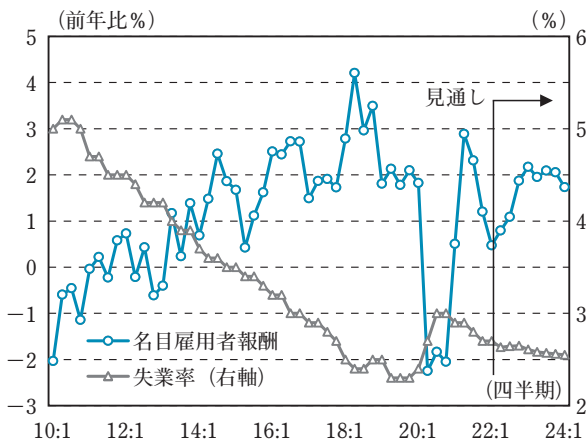
（注）計数はPCEデフレーター。

（資料）Haver Analytics, Blue Chip Economic Indicators®, Fed FOMC

実質賃金の下落は民間消費を下押しするものの、その増勢は維持されると予測している。ペントアップ需要の発生が、当面、見込まれるほか、予測期間を通じて、良好な雇用・所得環境が続くからである。その一方で、長短金利の上昇が設備投資と民間住宅投資を介して景気抑制効果を発揮すると予測している。このことに供給難の緩和が重なり、かつ前提として資源価格の上昇率が小さくなっていくことが、インフレ率を下押ししていく。23年についても景気拡大を続ける。民間消費の伸びはペントアップ需要の剥落を受けて小さくなるものの、公共投資がこじっかり推移するほか、利上げのペース・ダウンを受けて民間住宅投資と設備投資の伸びも大きくなる。

中国では、ごく最近、ゼロコロナ政策における厳格な行動制限が、民間消費や工業生産の急減、消費者マインドの悪化、ならびに雇用・所得環境の悪化を伴っている。今回見通しでは、22年9月末まで厳格度は低下しつつも何らかの制限措置が残ると見立てるもとで、中国景気のリバウンドの弱さに加えて、中国内外でのサプライチェーンの攪乱を勘案している。この間、地方政府のインフラ投資が強めの動きを続け、景気下支えに寄与する。23年になると、景気拡大が続く。ゼロコロナ政策から脱却するもとで、雇用・所得環境が改善を続けるため、民間消費が反動増となる。供給難が解消する中、設備投資や輸出も増加できる。さらに、地方政府のインフラ投資も増加を続ける。

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』

中国の堅調な需要動向や半導体生産は、わが国の重要な輸出先である台湾や韓国の景気にとって追い風となる。

底堅い外需動向を受けて、また年度後半から供給難が緩和するもとの、わが国の輸出は、今後、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）。

【ペントアップ需要、主として22年度前半に発生】

民間消費の実質前年比伸び率の予測値は22年度：2.8%、23年度：-0.4%。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1.7%下回る。

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22年3月までの2年度間に、ペントアップ需要は18.2兆円（中年<35-59歳>現役世代：7.5兆円、高齢世代：10.7兆円）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12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91兆円増えていた。高齢者については、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。

22年度では、コロナ禍の改善の持続や年度後半における供給難の緩和といった前提に、労働市場の緩やかな改善が相まって、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。結局、22年度におけるペントアップ需要の発生額は3.9兆円程度になると予測する。残りは失効し、現預金として残る。もっとも、この発生規模は消費者物価の上昇によって低められている。同上昇のもとで、価格上昇の著しい光熱費がはつきり増加する一方で、生活必需性が乏しく、また相対的に価格上昇幅の小さい財・サービスへの出費は抑制される。こうした支出項目の変化は、名目の消費総額を変化させるとは限らないが、実質の消費量は減少させる。また、家計防衛意識の高まり（マインドの悪化）もまた下押しに作用する。この間、ペントアップ需要の発現とは別に、2種類の10万円給付（合計約3.3兆円）も民間消費を下支えするだろう。

23年度の民間消費は小幅減少する。コロナ禍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小幅なものにとどまる中、消費者物価の上昇による実質所得の目減りが消費減退につながっていく。さらに、ペントアップ需要の発生は一巡し、給付金配付の効果も減退する。

【設備投資、「新潮流」を捉えるべく反発も、当面、供給難が重し】

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

いくと予測する。実質前年比伸び率の予測値は22年度：1.4%、23年度：3%。企業利益の低迷が予測期間を通じて設備投資の増勢を抑える要因となるほか、22年度前半では供給制約の持続も重石として作用する。

設備投資の実行に影響を与えるキャッシュ・フローの関連で22年度の企業利益をみると、前述の企業物価指数の前年比伸び率の予測値を反映して、前年度に比べて2割強の減少となる（図表5）。23年度は小反発だ。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14年度の実績を上回り、15年度の実績を下回る。

【公的需要の下支え効果、持続】

もう1つの需項項目である公的需要の下支え効果は持続する。実質前年比伸び率の予測値は22年度：0.6%、23年度：0.7%である。

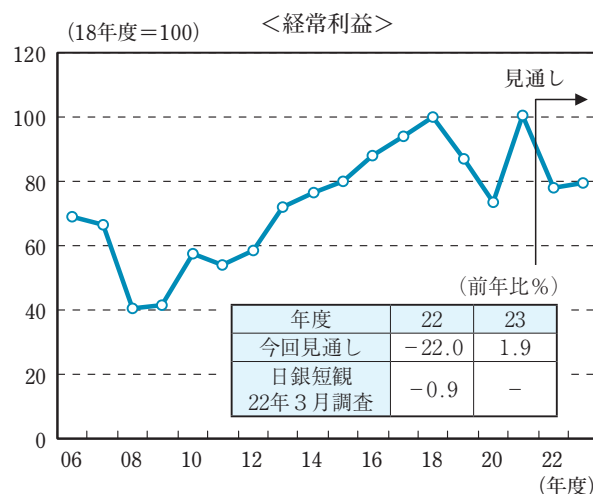
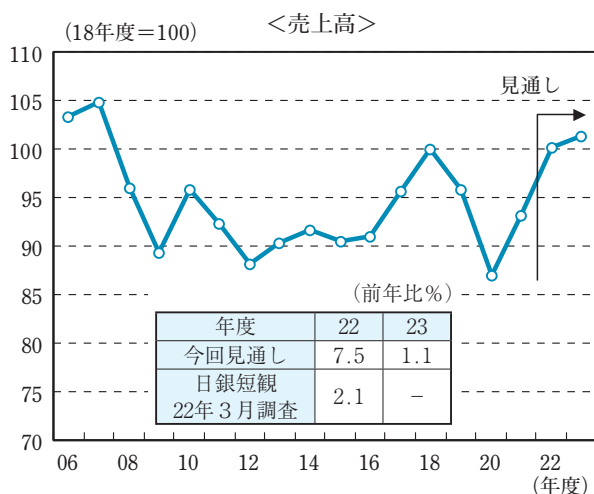
公的需要の1種である政府消費は、22年度、コロナ禍の改善に伴って通院の回復が生じるほか、ワクチン接種が子供向けに開始され、4回目の同接種が高齢者向けに実施される。これらを受けて高水準で横ばい圏内の動きとなる。もっとも、23年度では、コロナ禍関連支出が不要となるため、反落を余儀なくされる。他方、もう1種の公的需

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」計画を主因に堅調となる。21年度末までの工事進捗の遅れが、22年度後半以降に挽回されると予測している。なお、政府が4月26日に決定した「原油価格・物価高騰等総合緊急対策」（総額6.2兆円）は、国内物価の上昇を抑えることによって消費者の実質購買力の毀損を軽減する効果は期待できるものの、民間部門への移転項目であるため政府消費や公共投資を直接的に押し上げる効果はないと整理している。

【リスク評価は下振れ優勢】

今回見通しのリスク評価は下振れ優勢だ。民間消費について、まずは上振れリスク要因を指摘する。家計部門全体でみると預貯金が累増している中、物価上昇の消費下押し効果はさほど現れないかもしれない。すなわち、家計部門のインフレ耐性はかなり強いかもしれない。この場合、22年度前半のペントアップ需要の発生はより大きくなるとともに、その後の反落は小さくなり得る。他方、民間消費の下振れリスク要因は夏風邪の流行である。国内にて、旧型コロナと同様に、新型コロナの新たな変異株が夏場に流行すると、従来型の対

図表5 企業収益



(注) 直近の実績は21年度。
(資料) 財務省『法人企業統計』

応では医療の提供が早期に逼迫し、何らかの行動制限を求める事態に陥る。新たな変異株との共存が可能になるよう、コロナ病床を柔軟に増減できる態勢を整備しつつ、行動様式や社会規範を早期にアップデートしていくことが重要だ。

海外のリスク要因の方がより切迫しているかもしれない。現下の先物カーブの示唆とは異なって、資源価格が徐々に下落していかない場合、すなわち高止まりやジリ高となる場合、スタグフレーションの様相が強まる。企業物価の上昇、企業利益の減少、そして（価格転嫁を通じた）消費者物価の切り上がりは民需を下押しするからだ。このスタグフレーション・リスクの生起確率は、ウクライナ戦争の泥沼化やそれに伴う対ロ制裁の内容強化によって高まっていく。

また、中国においてゼロコロナ政策が対象都市を変えながら続くことも重大なリスク要因である。人の移動や作業量の低下を通じて、中国の景気が下押しされるばかりか、国際貿易・分業のさらなる変調は供給難の緩和を阻害してしまう。

さらに、米国のインフレ動向もリスク要因だ。前述のソフトランディングの見方では、名目賃金がインフレ率ほどには上昇しない、すなわち実質賃金が低下することが十分条件となっている。この点、米国では、コロナ禍のかなり初期から労働供給の不可逆的な減少が懸念されていた。この懸念が現実に当てはまる場合、企業の労働需要をしっかりと減退させないと、実質賃金は上昇することになる。すなわち、今回見通しにおける Fed の利上げ幅ではインフレを退治できなくなる。こ

の場合、インフレ見通しの不確実性が高まるとともに、先々の利上げ回数が増える。いずれも長期金利の上昇要因である。

米国金利の上昇は一段のドル高・円安を伴い得る。通常、円安は輸出増を通じて景気を押し上げる。10円の円安は、むこう1年間にわたって、主として輸出増を通じて、わが国の実質 GDP 成長率を0.25%ポイント程度押し上げる試算だ。しかしながら、目先、さらなる円安には負の副作用がある。供給難の中で輸出増につながりにくい一方で、企業物価、消費者物価のさらなる上昇を通じて、前述のスタグフレーション・リスクを煽る。その一方で、日本人によるドル建て金融資産への投資を促進しかねない。これらは円の減価要因であり、円安スパイラルを招来しかねない。

【税財政を通じた設備投資刺激策を】

23年度、設備投資が弱くなるとゼロ成長に近づく。そのことは、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ことを意味する。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が低下する。23年度、総需要の伸びがか弱い中、成長期待が萎みかねない。設備投資の刺激には、前述の「新潮流」に乗る動きを後押しすることが役立つだろう。さらに、政府のエネルギーや食の安全保障策の早期見直しを通じて別種の潮流を作り出すことも望ましい。

脱稿 2022年6月10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月より日本経済研究センター。元金融庁、元 OECD。