

Economic Forecast Report

日本経済見通し(第1号)



PwC Intelligence シニアエコノミスト 伊藤 篤
チーフエコノミスト 片岡 剛士

11月15日に、2022年7-9月期のGDP(一次速報値)が公表される。当社では実質GDPの成長率を、前期比+0.6%(年率+2.7%)と見込んでいる。設備投資と輸出が成長を押し上げられたとみられる一方、インフレによる実質所得の低下が、COVID-19の落ち着いた消費回復の動きを押し下げたとみている。

その後、2022~2023年度の経済成長率はそれぞれ+1.8%、+0.6%となろう。2023年度の成長率は、市場平均等よりも低いとみられるが、これは①インフレ鎮静化のための利上げの継続・加速による海外経済のマイナス成長、②国内の経済対策の効果が、経済下支えにとどまり、経済の押し上げには不十分であるとみているため。なお、2022~2023年度の物価は、それぞれ+2.5%、+1.4%を見込む。

2022年7-9期のGDP予想

当社は、2022年7-9月期の実質GDP成長率は、前期比+0.6%(年率換算+2.4%)となったとみている。前期比+0.6%の内訳は、内需+0.5%・外需+0.1%と内需主導の形であり、特に設備投資が2・四半期連続で前期比+2.0%(寄与度+0.3%)と堅調な動きをしたとみている。半導体製造装置などの伸びを受けた資本財出荷が大幅に増加している。もっとも消費はインフレによる下押しの影響を受けて、前期比+0.3%にとどまり、前の4-6月期の同+1.2%からは大きく伸びが鈍化したとみられる。教育・教養娯楽などのサービス関連が下支え要因となった模様。

また、外需は輸出が前期比+1.2%と前期の+0.9%に続いて堅調に推移したとみられる。海外では利上げの動きが相次いでいるものの、7-9月期の輸出を地域別にみると軒並みプラスの伸びとなった。4-6月期は米国・中国向けが大きく落ち込んだものの、米国経済の堅調さにより落ち込み分を取り戻している。上海のロックダウンの影響を受けて大きく落ち込んだ中国も、落ち込みのかなりの部分を取り戻した。財別には、自動車関連・資本財が大きく伸ばした一方、情報関連はやや落ち込んだ。原油などのエネルギー価格の上昇が継続し、7-9月期の輸入も+0.8%となったとみられ、外需(輸出から輸入を差し引いた純輸出)としては、GDPに対する寄与度は+0.1%とほぼ横ばいの動きに留まったとみている。

図表1 日本経済の見通し(2021年1-3月期~2022年7-9月期)

		(実績値)				(予測値)		
		2021年				2022年		
		1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期
1	実質・国内総生産(支出側)	-0.3	0.4	-0.4	1.0	0.1	0.9	0.6
2	内需(寄与度)	-0.4	0.6	-0.6	0.9	0.6	0.8	0.5
3	民需(寄与度)	-0.2	0.5	-0.7	1.2	0.6	0.6	0.4
4	民間最終消費支出	-0.6	0.4	-0.9	2.4	0.3	1.2	0.4
5	民間住宅	0.7	1.6	-1.8	-1.3	-1.4	-1.9	0.2
6	民間企業設備	0.9	1.0	-2.0	0.2	-0.1	2.0	2.0
7	民間在庫変動(寄与度)	-0.1	0.1	0.2	-0.1	0.6	-0.3	-0.1
8	公需(寄与度)	-0.2	0.1	0.0	-0.3	-0.1	0.2	0.1
9	政府最終消費支出	-0.8	0.9	1.1	-0.3	0.4	0.7	0.3
10	公的固定資本形成	-0.2	-2.5	-3.3	-3.7	-3.2	1.0	0.1
11	外需(寄与度)	0.1	-0.2	0.2	0.0	-0.5	0.1	0.1
12	輸出	2.3	3.0	0.0	0.6	0.9	0.9	0.5
13	輸入	1.8	4.4	-1.1	0.4	3.5	0.6	-0.6
14	GDPデフレーター(前年同期比)	-0.1	-1.1	-1.1	-1.3	-0.5	-0.3	-0.1
15	名目GDP	-0.6	-0.3	-0.4	0.4	0.4	0.6	1.0

(出所)内閣府等より、筆者作成。予測値は筆者による推計値。

2022年度・2023年度の経済見通し

次に、2022年度・2023年度の日本経済は、実質経済成長率が22年度+1.8%、23年度+0.6%を見込む。それぞれの内訳をみていくと、外需については、輸出(寄与度)は、22年度が+0.5%とGDPを押し上げるものの、23年度は海外GDPの減速を受けて、-0.8%と押し下げ要因に転じるとみている。国内需要は、+2.1%、+1.1%と鈍化していく見通しである。消費(寄与度)をみると、22年度に+1.5%と大きく伸びる見込みであるものの、来年度はインフレによる実質所得の低下を受けてCOVID-19収束後の+0.5%にとどまるとみているため。足元堅調な設備投資(寄与度)は、22・23年度ともに+0.5%と一貫してプラスに寄与するとみられる。

来年度の成長率は日銀の見通しや市場平均よりも低いとみられる。これは以下で見ると、①海外でのインフレ鎮静化のための利上げの継続・加速により米国・ユーロ圏がともに-1%程度に成長が落ち込むとみていること、②国内のインフレ・円安対策としての経済対策の効果が、限定的なものにとどまるとみているためである。

図表2 日本経済の見通し(2022・2023年度)

	実質GDP			コアCPI				米国	ユーロ圏	中国
	日銀	ESP	PwC	日銀	ESP	PwC		PwC	PwC	PwC
2022年度	2.0	1.9	1.8	2.9	2.5	2.5	2022暦年	1.5	2.5	3.0
2023年度	1.9	1.3	0.6	1.6	1.3	1.4	2023暦年	-1.0	-1.0	4.5

(注)ESPは、日本経済研究センター集計の民間エコノミストの予測値。

(出所)日本銀行、日本経済研究センターより、筆者作成。

大きな不確実性に直面する米・FRB

海外経済では、昨年12月頃にFRB(米・連邦準備制度理事会)が2021年以降のインフレ率の上昇を(政策金利の引き上げなしでも鎮静化する)「一時的」なものであるとの見方から、利上げによって鎮静化すべきであるとのスタンスに変更してから、実質的な金融引き締めが開始されたとみている。昨年9月と今年12月のFRBの経済・物価見通しを比較すると、米国の需要拡大を主因に2022年のPCEインフレ率は、+2.6%→+5.4%へと2.8%ポイントの大幅な上昇となった。これに対応して、2022年末時点の政策金利見通しも、同期間で+0.9%→+4.4%へと3.5%ポイントへの大幅な上昇となっている。徐々に5%までの政策金利の引き上げが視野に入りつつある。

問題は、これでインフレの鎮静化、2%の物価目標の達成に十分か、ということであり、当社は最近の経済・物価動向、これまでのマクロ経済政策の経緯を振り返ると、この点に不確実性が高いことから、現状の市場織り込みよりも金融引き締めが必要となり、米国経済が大幅に落ち込む可能性をみている。金融政策が实体经济に及ぼす影響は1~1年半程度のラグがあるとされている。上述の通り、金融引き締めへの転換が昨年12月だとすると、その後のFRBの金融引き締めスタンスはまだ発現されておらず、今後発現していく公算が大きい。足元では毎月の物価指標をみて、次のFOMC(連邦公開市場委員会)での利上げ幅が議論されており、これは利上げの効果がいかに測りにくいことを示しているといえよう。ここで、これまでのマクロ経済学のインフレの考え方について整理しておきたい。

(理論的な枠組み) まず、一国のインフレ率は、財・サービスの総需要と総供給から決定され、通常(潜在成長率に沿って安定期に拡大する)供給面の動きはそれほど大きくなく、相対的により大きく変化する需要の動きによって決定されると考えられてきた。また、政策としては財政・金融政策のみが総需要に影響を与えるとみなされてきた。

(金融政策による経済・物価の安定化) 1980年代から2008年の国際金融危機前までは、日本を除く先進国のインフレ率は概ね2~3%程度で安定しており、大いなる安定(グレート・モデレーション)の時代と呼ばれた。その間のマクロ経済政策の運営は、短期の景気循環における好況・インフレ、不況・デフレ圧力に対して、金融政策でインフレ率・予想インフレ率が物価目標の2%にアンカーされるように金融引き締め、金融緩和を実施すればよいとされてきた。また、財政政策は活用せずに、金融政策だけで景気循環の平準化・経済の安定化が達成できる、またそれが望ましいという政策方針がコンセンサスとなっていた。

(財政政策も活用) 一方、2008年の国際金融危機、2020年のパンデミックを受けて、日本だけでなく各国の中央銀行が実効ゼロ金利制約に直面して非伝統的な金融政策を実施したことに加えて、不況期には各国政府においては、財政政策も経済・物価の安定化に活用する様に変化しつつある。

(現在のインフレ率の要因) 現在の米国のインフレ率の上昇要因として、需要面では、①COVID-19の行動制限下で抑制されていた消費等の回復、②COVID-19対策の拡張的な財政政策による家計の名目所得の上昇という要因、供給面では、③COVID-19対策での失業保険が手厚かったために、労働者が働くのを止めてしまう(労働市場からの退出、Great Retirement)ことによる労働供給の減少があげられる。また、③の労働供給の変化は、当社Monthly Economist Report「[インフレの時代」にどう対処すればよいのか?](#)」で議論した通り、潜在成長率の押し下げ要因となっている需給ギャップにも不確実性をもたらしており、インフレ見通しが立てづらくなっている可能性が高い。

更に国際的なエネルギー価格の上昇は、エネルギーの輸出国である米国では交易利得の改善を通じた需要拡大と、コスト増という供給悪化の両面の影響がある。

以上を改めて整理すると、大いなる安定の時代と異なり、拡張的な財政政策が総需要・総供給に影響を与えていることから、事前に市場に十分に織り込まれたMeasured pace(一定のペース)での利上げで経済・物価が安定化するかに不確実性が大きい。また、中間選挙を控えた米国では拡張的な財政政策が継続したこともあり、FRBがより大幅な利上げ・それに伴い米国経済が落ち込む可能性があるといえよう。また、政策のラグを考えれば、今年実施された引き締め効果は、住宅セクターなどの金利に敏感なセクターを除き、今後、本格的に発現するとみられ、来年の米国経済(および同様に利上げを実施している海外経済)の先行きは慎重にみておく必要があろう。

経済対策は家計の実質所得を一定程度下支え

国内に目を転じると、政府は、10月28日に、経済対策(「物価高克服・経済再生実現のための総合経済対策」)を閣議決定した。概要については、当社[Weekly Macro Economic Insights 日本の財政・金融政策振り返り、要注目のFOMCとその影響](#)を参照されたい。補正予算の議論はこれからであり、制度設計の詳細には不明点もあるが、ここでは仮に、同日の記者会見で岸田首相が表明した「①消費者物価を1.2%程度押し下げる、②総額6兆円、③1世帯当たりの負担軽減額は4.5万円」という対策が実現した場合の影響を考えてみたい。

- ① 8月の毎月勤労統計では、名目賃金に相当する現金給与総額の伸びが前年比+1.7%に対して、消費者物価(持ち家の帰属家賃を除く総合)が同+3.5%の伸びであり、実質賃金は-1.7%とされている。物価上昇率は今後鈍化していく見込みであるが、8月時点の実質所得の目減り分を相殺するまでには至らない、との計算になる。
- ② 2022年4-6月期の名目雇用者報酬は292.2兆円であり、総額6兆円はその2%程度に該当する。
- ①・②の議論は、現在勤務している人々についての影響だけを考慮しており、年金生活者の方々や、未就労の学生などへの影響は考慮できていない。
- ③ より端的に影響がわかりやすいのは1世帯当たりの4.5万円とされる負担軽減額の影響であろう。1世帯当たりの人数は2020年で2.21人(出所:国政調査)であり、2020年の1人当たり10万円の定額給付金は、1世帯当たり22.1万円が支給されたとみられる。現金が給付されるか、光熱費等の負担軽減という形の違いを無視して経済学的には、当時の4.5万円/22.1万円=20.4%と2割程度の規模とみられる。定額給付金の効果をどの程度とみるかは議論があるが、現時点まで強制貯蓄として消費に回らなかった部分も大きく、少なくとも大幅な景気刺激効果があったとのコンセンサスにまでは至っていないとは言えよう。足元のインフレと、定額給付金の2割程度という規模を考えれば、今回の政策の影響も慎重にみる必要があろう。

物価高への財政政策の対応自体は適切:政策割り当ての議論

政策課題と政策手段の割り当ての問題を考えると、「需要拡大に伴う2%の物価目標の安定的な達成」という課題に緩和的な金融政策割り当て、「エネルギー価格の上昇による実質所得の減少」という課題に財政政策による給付を割り当てるのは適切であろう。また、今回のエネルギー価格の上昇が一時的でかつ、一時的な財政支出によって十分に補填されれば、家計は消費行動を変化させないとみられる。一方、家計が安心して消費を増やしていくためには、恒常的に賃金が伸び続ける、という見通しが立つことが肝要であろう。足元でやや変化しつつある物価と賃金が変わらない、というノルムを破り、物価も賃金も上昇していくという好循環を作り出すことが不可欠であろう。

経済の押し上げには、賃金の上昇が不可欠

COVID-19の感染拡大以降の日本経済は、感染拡大にともない政策的・自主的な行動制限により、経済活動が停滞し、一時的にせよ感染者数が減少すると経済が回復に向かう、というアップダウンを繰り返してきた。7-9月期には、ようやくワクチン接種率の向上などを受けて、経済の本格的な回復が期待されていたが、そうした動きが顕在化する前に、インフレによる家計の実質所得の低下が深刻化しつつある。また、輸出企業でもエネルギー・資源価格の上昇を受けたコスト増が収益にマイナスの影響を与える場合がある。もっとも企業収益全体で見ると収益が拡大し、一部報道では3社に1社が収益見通しを上方修正するなど、円安によるメリットも確実に顕在化している。今後は、そうした円安による企業収益の拡大が、賃金上昇を通じて一般家計の所得を押し上げる動きにつながるかが、好循環が生まれるかの鍵となろう。

片岡 剛士

チーフエコノミスト

PwC Intelligence

PwCコンサルティング合同会社

伊藤 篤

シニアエコノミスト

PwC Intelligence

PwCコンサルティング合同会社

PwCコンサルティング合同会社

〒100-0004 東京都千代田区大手町1-2-1 Otemachi One タワー Tel: 03-6257-0700

©2022 PwC Consulting LLC. All rights reserved. PwC refers to the PwC network member firms and/or their specified subsidiaries in Japan, and may sometimes refer to the PwC network. Each of such firms and subsidiaries is a separate legal entity. Please see www.pwc.com/structure for further details.

This content is for general information purposes only, and should not be used as a substitute for consultation with professional advisors.