

## 太陽グラントソントン エグゼクティブ・ニュース

### テーマ：2022年の内外経済見通し

執筆者：成城大学社会イノベーション学部教授 後藤 康雄氏

#### 要旨（以下の要旨は3分30秒でお読みいただけます。）

ここ丸2年、我々の生活や経済活動はコロナウイルスの流行に翻弄されて来ました。今年 - 2022年 - もオミクロン株の蔓延が取り沙汰されていますが、リモート活動の定着などから経済面ではこれまでの経験を活かし、かなり視界が晴れて来ているようにも思われます。

今回は、日本銀行ご入行後に政府の金融審議会専門委員などの要職を務められ、三菱総合研究所、経済産業研究所などでのエコノミストとしてのご経験も豊富な成城大学社会イノベーション学部・後藤康雄教授に、2022年の内外経済の見通しについて解説して頂きます。

日本経済の大きな流れを俯瞰すると、1つは1990年代前半のバブル崩壊後の経済成長率は最高でも3%台と「失われた30年」となったこと、もう1つは阪神淡路大震災、アジア通貨危機、リーマンショック、東日本大震災やコロナ禍など歴史的なショックが多発するようになったこと、が指摘できる。これらショックは金融市場や自然に由来するものだが、自然起因の災害でもサプライチェーンの分断が影響を拡大するなど、経済社会に負う面も多い。我々は、大規模ショックを覚悟しつつ経済活動を進めるべき時代に生きているといえよう。

こうした中で内外経済の先行きを窺うと、市場関係者などの見解をまとめた「ESPフォーキャスト調査」が参考になる。同調査では、2022年度の経済成長率（実質GDP）は+3.0%とコロナ前の2019年度の水準を回復する。ただし、2019年度の水準と比べ+1%程に過ぎず、米国の+6%や中国の+16%程度に比べると足取りが鈍い。これはわが国の潜在成長率が約1%と低いことに加え、コロナ禍での消費行動が他国より慎重なためと考えられる。一方、10年近い超金融緩和にも拘わらず、均してみれば消費者物価は1%程度の上昇に留まり、日銀目標の2.0%には及ばないとみられる。

コロナ禍では、ショックの大きさが分野ごとに大きく異なるのと、経済の需要と供給の双方に下押し圧力がかかったことが特徴だ。後者は、企業や消費者のマインド委縮から需要が急減した一方で、財・サービスの生産が制約されるとの供給面の事情がある。このため需要減で生じる価格低下と供給減で生じる価格上昇のいずれが大きいかの綱引きとなり、これに分野ごとの事情が加わるため物価の動向は読みにくい。こうした事情が企業収益の動向把握の困難さにも直結するが、筆者が財務省「法人企業統計」を基に推計した限りでは、2021年度の企業収益は近年の減益基調から3割程度の増益に転じ、2022年度では1割強の増益と見込んでいる（経常利益<前年比>：全産業13.3%、大企業7.6%、中堅企業17.6%、中小企業26.8%）。

経済の先行きが楽観できない中で、政府・日銀の経済政策も手探り状況だ。既にGDPの2倍近い政府債務を抱える財政では、景気の現状に鑑み、引き続き大規模な公的需創出で経済を支えることになろう。金融政策は財政以上に手詰まり感が強く、禁じ手である日銀の財政ファイナンス（政府債務を日銀マネーで調達）など、財政と金融の一体運用が今後更に進められる可能性は低い。

このように経済運営は綱渡りの感があるが、ポイントとなるのは物価の動向である。デフレ圧力が続く事態は物価安定を使命とする日銀には克服すべき課題であり、政府にとっても税収悪化を招くデフレは切羽詰まった課題だ。当面の日本経済では、民間部門は収益の観点から、政府・日銀は政策運営の観点から、物価の動向が従来以上に重要な材料となるだろう。

---

「太陽グラントソントン エグゼクティブ・ニュース」バックナンバーはこちらから⇒<http://www.grantthornton.jp/library/newsletter/>  
本ニュースレターに関するご意見・ご要望をお待ちしております。Tel: 03-6438-9395 e-mail: mc@jp.gt.com  
太陽グラントソントン マーケティングコミュニケーションズ 宛

---

## テーマ：2022年の内外経済見通し

成城大学社会イノベーション学部教授 後藤康雄

2021年もコロナ禍に明け暮れた1年となり、ほぼまる2年、我々は新型コロナウイルスに翻弄されてきたことになる。2022年もコロナの感染状況次第ということになるだろうが、それでも当初の皆目見当がつかない五里霧中の状況に比べれば、多少視界は改善してきている。特に経済活動では、分野ごとの対処の仕方やリモート体制の定着などを通じて、経験値を高めてきた部分は少なくない。新型コロナをめぐる不透明要素は念頭におきつつ、年初に当たりこれからの経済のゆくえを考えてみたい。

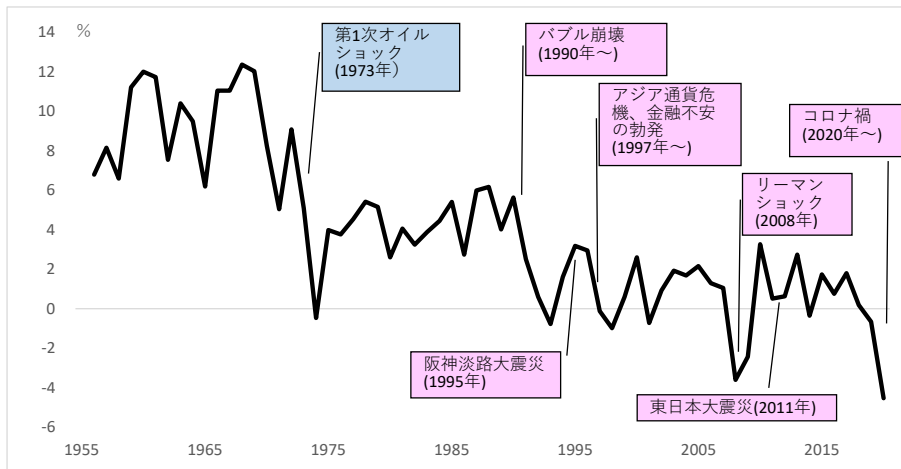
### 1. 長期的流れの確認ーショックが頻発する時代へ

今後を展望する際、コロナ禍など数年程度の影響を考慮すべき短期の要因と、少子高齢化など経済や社会の根深い構造に関わる長期的な要因がある。そうした視点を持ちながら、まずは日本経済の大きな流れを確認しておこう。図1は、実質成長率の1950年代以降の推移である。ここで2つの特徴が指摘できる。1つは我々が実感するように、成長率が時代を経るにしたがって低下しているということである。第1次オイルショック（1973年）までの平均約10%はもちろんのこと、それ以降バブル崩壊までの平均約4%も遠くなってしまった。バブル崩壊後、年度の経済成長率は最高でも3%台である。バブル崩壊後を表現した「失われた20年」というフレーズは、「失われた30年」に上書きされ、定着している。

もう1つは、歴史的な大規模ショックが多発するようになっているということである。1980年代以前では、“教科書レベル”の歴史的ショックといえ、1970年代の2度にわたるオイルショックぐらいであるが、図1にもあるように、1990年代以降は、バブル崩壊（1990～91年）、阪神淡路大震災（1995年）、アジア通貨危機（1997年以降）、金融システム不安（1997年頃～2000年代初頭）、リーマンショック（2008年）、東日本大震災（2011年）と相次ぐショックに見舞われている。そこに一昨年からのコロナ禍が新たに加わることになった。これらのショックは、金融市場を起点とするものと、自然災害やウイルスといった自然に由来するものとに大別できる。前者の金融市場由来のショックについては、経済に占める金融のウエイトが高まっていることが大きな背景にある。後者も、東日本大震災では原子力発電所の事故が被害を甚大化したし、コロナ禍でもグローバル化が感染を速めたり、サプライチェーンの寸断が経済的影響を拡大するなど、経済社会に負う側面もある。金融市場の拡大傾向や社会構造を大きく変えることが難しい以上、我々は、大規模なショックを覚悟しながら経済活動を進めなければならない時代に生きているといえよう。



図1 実質成長率の長期的推移



注：1980年度以前は1990基準・68SNAベース、1981～1994年度は2015年基準支出側GDP系列簡易遡及の値、1995年度以降は2015年基準・2008SNAベースに基づいて計算した伸び率。

出所：内閣府「国民経済計算」より作成。

## 2. 2022年の見通し—緩やかな回復が続く

以上の大きな流れを踏まえ、内外経済の先行きを数量的に展望する。手がかりとするのは、市場関係者等の見方を取りまとめた「ESPフォーキャスト調査」の2021年12月調査分の結果である（表1）。経済予測は、予測者によって大きなばらつきがある。同調査は、多数の回答を平均したもので、現時点で市場関係者等が得た情報がほぼ最大限消化された結果とみなすことができる<sup>1</sup>。なお数字はいずれも、経済予測の習わしに沿って年度ベースである（海外経済のみ暦年ベース）。

表1 2022年度の実質成長率等の展望

（前年比%、前年比寄与度%ポイント<失業率を除く>）

		2020 [実績]	2021 [見込み]	2022 [予測]
日本	実質成長率	▲ 4.5	2.7	3.0
	うち国内民需(寄与度)	▲ 4.7	1.9	2.9
	国内公需(同)	0.8	0.2	0.3
	外需(同)	▲ 0.7	0.8	0.1
	名目成長率	▲ 3.9	2.0	3.6
	消費者物価	▲ 0.4	▲ 0.0	0.7
	失業率	2.9	2.8	2.6
米国(実質成長率)		▲ 3.4	5.6	4.0
ユーロ圏(同)		▲ 6.4	5.1	4.0
中国		2.3	8.1	5.2

注1：日本は年度、海外は暦年。

注2：失業率のみ前年比（または前年比寄与度）ではなく、当該年度の絶対水準。

出所：公益社団法人日本経済研究センター「ESPフォーキャスト調査」より作成。

<sup>1</sup> 同調査は、社団法人経済企画協会（内閣府所管）が2004年以降実施していた調査を、公益社団法人日本経済研究センターが2012年4月から引き継いだもので、民間エコノミスト40名前後から各種経済指標の予測値などの回答を得て集計している。景気の先行きを展望する上で、特定の見方に左右されにくい信頼度の高い調査である。海外でも、consensus forecastなどの名称で、様々な同様の集計がなされている。

実質成長率（実質 GDP の前年比）は、新型コロナの感染拡大が本格化した 2020 年度に、初めての緊急事態宣言の発令や社会全体の自粛行動などを受け、 $\Delta 4.5\%$  とリーマンショック時をしのぐ戦後最悪の落ち込みとなった。その後、2021 年度はまがりなりにも回復に向かったが、それでも 2.7% と、前年度の落ち込み幅を鑑みると低めの伸びにとどまる見込みである。2022 年度は 3.0% と伸び率を幾分高め、これをもって実質 GDP の金額はようやくコロナ前の 2019 年度の水準を回復することが見込まれている。2020 年度は政府による公的需要がもつばら景気を支え、寄与度（実質成長率を何%ポイント押し上げるかの値）は 0.8%ポイントにも及んだ。その後は、個人消費をはじめとする国内民需に主役が移り、2021 年度は民需の寄与度 1.9%ポイント、2022 年度は同 2.9%ポイントに達すると予想されている。

経済は最悪期を脱し、徐々に正常化に向かうと期待されるが、歴史的な景気悪化後の回復にしては勢いに欠ける。例えば、米国、ユーロ圏、中国の 2021、2022 年度の伸び率はすべてわが国を上回るとみられる。その結果、コロナ直前の 2019 年度の実質 GDP に対する 2022 年度の水準は、わが国が約 1%の増加にとどまるのに対し、米国は 6%、ユーロ圏は 2%、中国は 16%程度の増加となる見通しであり、わが国の足取りの鈍さが際立つ。わが国は、もともとの潜在成長率（経済が自然体で達成できる成長率）が低いこと（約 1%）に加え、コロナ禍での消費行動が他国より慎重なことなどが背景として考えられる。

他の経済指標にも目を向けておくと、人々の生活に最も近い雇用環境を表す失業率は、コロナ禍以降悪化（値は上昇）を続けてきたが、景気回復の下で徐々に改善の方向に向かう見通しである。また、後ほど触れる経済政策との関連では、物価の動向も注目ポイントである。2022 年の消費者物価指数の前年比はプラスに転じ、さらに上昇幅を広げていくと予想されている。もっとも、日本銀行がデフレ脱却を目指して 2013 年に掲げた目標である 2.0%の達成は、今のところ中々容易ではない。日銀自身も「展望レポート」の直近版（2021 年 10 月発表分）で概ね 1.0%に近い予想を掲げている。10 年近く続けられてきた超金融緩和にもかかわらず、今なお根強いデフレ圧力が払拭できないことを、中央銀行も認めざるを得ない局面にある<sup>2</sup>。

### 3. コロナ禍の 2 つの特徴－供給面への影響

現下の状況における経済予測は、おそらく過去の大規模ショック時に比べても著しく難しい。それはコロナ禍が持つ 2 つの特徴に起因する。

1 つは、ショックの大きさが分野ごとに大きく異なることである。飲食業や宿泊業を筆頭に、幅広い業種に深刻なダメージが及んだ一方、リモート体制の浸透など社会全体のコロナ対応が進んだことで、一部の業種が供給する財・サービスの需要は大きく押し上げられた。例えば、製造業では PC 等の IT 機器やそこに内蔵される半導体の売上が好伸したほか、流通業でもネット販売等は活況を呈した。また、業種を問わず、“巣ごもり需要”を取り込んで売り上げを伸ばした製品やサービスも少なからずみられた。

もう 1 つの特徴は、需要面と供給面の双方ともに大きな下押し圧力がかった点である。これはリーマンショックや金融不安の時期などと比べての、今回の大きな特徴である。例えば、リーマンショックでは、株価急落等の金融市場の動揺を受け、企業や消費者のマインドが委縮し、所得や収益の悪化とあいまって支出が急減した。この時のショックの悪影響はほぼ需要サイドに集中していた。

<sup>2</sup>「展望レポート」では 9 名いる政策委員のそれぞれが消費者物価指数の伸び率の予測値を出すのが、2021 年度 10 月発表分では、2021 年度に関する伸び率の中央値は 0.0%、2022 年度は同 0.9%となっている。ちなみに 2023 年度についても 1.0%にとどまっており、目標達成の難しさを窺わせている。

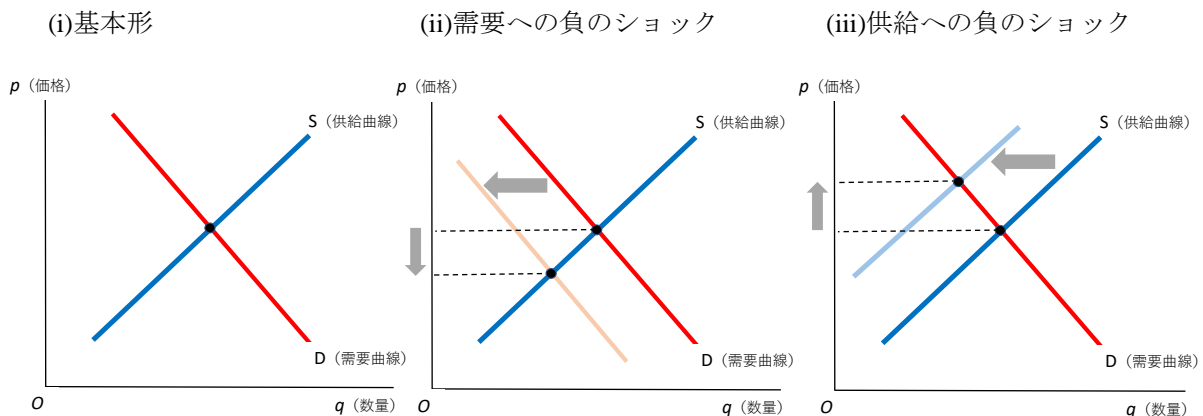
コロナ禍でもそうした需要面の委縮は大きいですが、財・サービスを生産したくてもできないという供給サイドの制約も、それに勝るとも劣らず大きい。緊急事態宣言期間中、飲食店の多くはほとんど通常の営業はできなかつた。他にも、本来なら対面で行う活動をリモートでせざるを得ないとか、密を避けるために活動内容が制限されるといった事態が生じている。さらに、サプライチェーンの寸断も、強力な供給側の押し下げ要素である。通常のエconomicショックが需要面の減退を中心とするのに対し、供給面にも大きな悪影響が及び、それが経済の重石になっているというのが、コロナショックの一つの特徴である。

#### 4. 企業収益は中小製造業をはじめ減益が続く

上記のような分野ごとの影響の違いと、需要・供給双方への悪影響は、経済予測を困難化する。その難しさが端的に表れるのが物価と企業収益である。いずれも、コロナ禍の中で悪化するのか改善するのかの見極めさえ容易ではない。その理由は、需要への悪影響は物価を押し下げる方向に働く一方、供給への悪影響は物価を押し上げる方向に働くからである。

下の図2の概念図をご覧ください。縦軸は価格、横軸は数量を表す。通常、需要は価格が下がるほど増えるので右下がりの線、逆に供給は価格が上がるほど増えるので右上がりの線で表現される。図2(i)で需要と供給が一致するのは、両者の交点である。

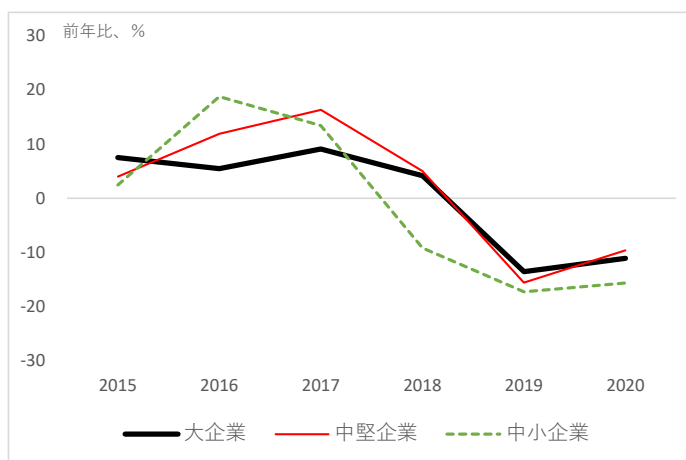
図2 経済ショックの影響：概念図



経済ショックが生じると、所得の減少などにより、従来と同じ価格では需要が減るので、需要を表す線全体が左にシフトすることになる。経済ショックが供給制約を生む場合も同様に、従来と同じ価格に対して供給は減る方向に変化するため、供給を表す線も左に移動する。それぞれのシフトによって交点の場所も変わる。取引量への影響は似ており、需要、供給いずれの変化も交点を左方向にシフトさせる。つまり、取引量を減らす方向に働く。これはまさに景気悪化に相当する。しかし、価格への影響は異なる。需要の減退は交点を下方向にシフトさせ、価格を下げる（図2(ii)）。一方、供給の制約は交点を上方にシフトさせ、価格を上げる方向に作用する（図2(iii)）。コロナ禍は需要と供給の双方に影響を及ぼしている。需要が減っていることは価格押し下げ要因となるが、供給制約は押し上げ要因となる。売れ行きが鈍っているため価格下落圧力が高まっている製品が多々ある一方、品薄で値上がりしている製品も少なくない。最終的に全体としての物価が上がるのか下がるのかは、需要曲線と供給曲線、それぞれのシフトの度合いによる。需要と供給双方への影響があり、それらの大きさが分野ごとに異なるコロナ禍において、物価の動向は極めて読みにくい。

その難しさは、企業収益を見通す困難に直結する。企業収益とは、大まかにいえば、売上からコストを差し引きした値である。その売上、コストのいずれもが“価格”に大きく依存する。自社製品・サービスの価格が上がれば、売上高を押し上げ、収益押し上げ要因となる。一方、仕入れ価格が上がると、コスト上昇により収益を圧迫する。以下の図3は、企業部門の財務状況を詳細かつ広範にとらえる財務省「法人企業統計」に基づく経常利益（前年比）の推移である。2019年度は消費税率引き上げに加え、年度末には新型コロナの影響が出始めていたため、すでに伸び率は前年比マイナスに転じていたが、2020年度も同△12%と減少が続いた。2021年度は、本稿執筆時点（2022年1月上旬）で7-9月期までしか実績値が公表されていないが、筆者の推計によれば、同3割程度の増益に転じる見込みである。

図3 企業部門の経常利益（全産業、前年比）の推移



出所：財務省「法人企業統計」より作成。

収益の先行きは、経済予測の中でも特に難易度が高い。例えば、ある特定の企業をイメージして考えてみよう。その企業の売上高だけを予想するのなら、以下の手順を踏めばよい。まず、①景気全体と自社製品の売上数量の関係、②景気全体と自社製品の価格の関係、のそれぞれを導いておく。その上で、本稿のような景気予測などを参考にして、景気全体の先行きをとらえ、それに紐づける形で数量と価格の将来予測を立てる。最後に、価格と数量の予測値を掛け算すれば、今後の売上高の予想が得られる。

しかし、収益を考えるにはコストも予想しなければならない。そちらはそちらで同様に、仕入れ価格の見通しが必要となる。つまり、収益は、売上と仕入れの両サイドの価格に依存する形で、不透明要素がダブルで働く構造にある。そうした難しさも克服しつつ、筆者が独自に予想した2022年度の企業収益（経常利益の前年比）の見通しが後掲の表2である。製造業、非製造業とも、また大企業、中堅企業、中小企業とも増益を予想する。ただし、製造業では、海外市況の上昇やサプライチェーンの分断といったコスト高要因が大きい大企業の伸びが、中小企業に比べて低めである。また、非製造業では、徐々に日常生活が平常を取り戻す中、飲食業、サービス業、宿泊業など幅広い業種でいわゆる“リベンジ需要”の追い風等から、特に中小企業階層での増益率が高くなる見通しである。

表2 企業収益（経常利益、前年比%）の見通し

		2019年度 (実績)	2020年度 (実績)	2021年度 (見込み)	2022年度 (予測)
全規模	全産業	-14.9	-12.0	34.1	<b>13.3</b>
	製造業	-17.0	-3.8	63.7	13.4
	非製造業	-13.8	-15.8	16.6	13.2
大企業	全産業	-13.6	-11.1	24.2	<b>7.6</b>
	製造業	-16.3	-1.7	55.0	10.5
	非製造業	-11.7	-17.1	7.8	5.3
中堅企業	全産業	-15.6	-9.6	44.9	<b>17.6</b>
	製造業	-18.4	9.4	71.2	15.4
	非製造業	-14.6	-16.0	25.0	19.8
中小企業	全産業	-17.3	-15.6	55.0	<b>26.8</b>
	製造業	-19.1	-24.2	85.3	20.2
	非製造業	-16.9	-13.6	41.7	30.6

注：法人企業統計年報の金融保険業を除くベース。

出所：2019、2020年度は財務省「法人企業統計年報」、2021、2022年度は筆者予測。

## 5. 危うい経済政策運営が続く

経済の先行きが楽観できない中、政府・日銀の経済政策も手探りの状況が続く。経済政策の両輪たる財政政策、金融政策のいずれも、すでに平時の感覚では限界を超えたレベルでの運営が続けられてきた。ここからさらにどこまで踏み込むかは、経済情勢の厳しさと、いずれやって来るかもしれない副作用の可能性の両にらみで検討していかざるを得ない。

まず財政政策だが、すでにGDPの2倍近い政府債務を抱えつつも、景気の状態を鑑みると、引き続き大規模な公的需要によって経済を支えていくことになるだろう。それは、政府債務のさらなる膨張を意味する。金融政策は、財政以上に手詰まり感が強い。ゼロ金利の限界を打破する意図で導入された量的・質的緩和（いわゆる異次元緩和）も十分な効果を発揮せず、その後のマイナス金利政策も深掘りの余地は限られている。

政策当局は公式に認めないが、本来禁じ手である中央銀行の財政ファンナンス（政府債務を中央銀行のマネーで調達すること）に限りなく近い構図が、すでになし崩しで成立している。大量の国債を超低金利で滞りなく安定的に発行し続けられているのは、異次元緩和以降、日銀が膨大な国債を金融市場から買い入れてきたこと抜きには考えられない。日銀としても、金融緩和の一環として市場から金融商品を買いたくてもその対象が限られる中、大量に発行される国債はありがたい存在であるという、政府と持ちつ持たれつの関係にある。

今の延長線でいけば、技術的には、政府支出の規模をさらに拡大していくことは可能である。コロナ禍前からそうした主張はあり、スティグリッツ米コロンビア大教授の“日銀保有国債の無効化”など、具体的な提案もなされている<sup>3</sup>。以前は現実味に乏しかったが、コロナ禍を経て財政再建のかけ声が虚しさを帯びるにつれ、視野の一端に入りつつある。現状でも財政の黒字化はあまりに高いハードルだが、今後さらなる不測のショックが生じれば、財政は悪化の一途をたどり、再建の目途はまったく立たなくなる。ほぼ唯一の対応策といってよい財政政策と金融政策の一体運用が、今後押し進められていく可能性は決して低くない。

<sup>3</sup>スティグリッツ教授：2001年ノーベル経済学賞受賞。同教授は2017年3月、日本の経済財政諮問会議に出席し、政府・日銀が保有する国債を無効にすることを提言し、当時大きな話題となった。

それがいつまで安定的に続けられるかは、人々の将来予想や政府への信認といった、とらえどころのないデリケートな要素に依存している。多くの国民から政府の信認が失われれば、国債価格の暴落やインフレの高進といった劇的な副作用につながる。2022年にそうした大きな混乱が生じる公算は低い、それでもそうした可能性に目配りを始めておかない時期に入っていると筆者は考える。

## 6. 経済運営を左右する物価の動向

コロナ禍が短期的な景気動向をとらえる上での最重要ポイントとすれば、経済政策のかじ取りは長期的な経済を左右する最重要要素である。経済を安定化させるための経済政策は、今や経済の不透明要因ともなりつつある。そこにおいてポイントとなるのは、物価の動向である。物価はややもすると、GDPや失業率などと比べると、メディアなどでの扱いは目立たないかもしれない。しかし、今後の政策運営の肝ともいえる重要かつ不透明な要素である。物価を下げる方向に働くデフレ圧力は、当然、物価の安定を使命とする日銀にとって克服すべき課題である。そして、政府にとってもデフレは、経済活動の名目値ベースの成果を押し下げ、ひいては税収の悪化を招くという、財政上の切羽詰まった課題でもある。その物価のゆくえは、本稿でも述べたように非常に先行きが不透明である。当面の日本経済は、民間部門は収益という観点から、政府・日銀は政策運営の観点から、物価が従来以上に重要な材料となる局面が続くだろう。

以 上



執筆者紹介

---

**後藤 康雄(ごとう やすお)1964年 福岡県生まれ**  
成城大学社会イノベーション学部教授

<学歴・職歴>

1988年 京都大学経済学部卒業  
1988年 日本銀行入行  
1995年 シカゴ大学経済学修士  
1997年 三菱総合研究所（チーフエコノミストなど）  
2011年 京都大学経済学博士  
2011年 京都大学特定准教授  
2015年 経済産業研究所上席研究員  
2017年 現職

<主要著作>

「中小企業のマクロ・パフォーマンス」（日本経済新聞出版社）—2014年毎日新聞社  
第55回エコノミスト賞。「科学の経済学」（翻訳・解説：日本評論社）ほか