

Q E 予測

2022年4月28日

年率▲2.6%とマイナス成長を予測 (1~3月期1次QE)

調査部 経済調査チーム
 上席主任エコノミスト
酒井才介
 080-1069-4626
 saisuke.sakai@mizuho-rt.co.jp

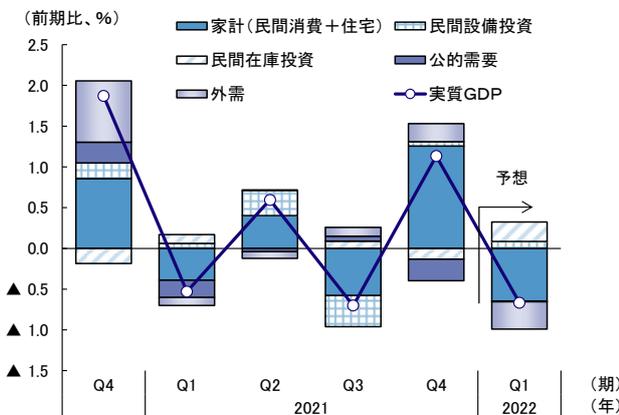
- 1~3月期の実質GDPは前期比▲0.7% (年率▲2.6%) を予測。オミクロン株の感染拡大 (感染第6波) を受け、対人接触型サービスを中心に個人消費が大幅に減少したことが主因
- 自社内や仕入先での感染拡大を受けた工場操業の一時停止により、自動車等の生産が下押しされたこともマイナス要因に。輸出・設備投資も伸び悩み、2期ぶりのマイナス成長に
- 4~6月期以降はブースター接種の進展に伴い、対人サービス消費を中心に回復に向かう見通し。ウクライナ情勢緊迫化に伴う交易条件の悪化や海外経済の減速を受け、回復ペースは緩やかに

2022年1~3月期の実質GDPは前期比▲0.7% (年率▲2.6%) と2期ぶりのマイナス成長を予測

5月18日 (水)、内閣府より1~3月期の「四半期別GDP速報 (1次QE)」が公表される。現時点で入手可能な基礎統計を用いて推計すると、同期の実質GDPは前期比▲0.7% (年率▲2.6%) と予測される (図表)。

オミクロン株の感染拡大を受け、外食、宿泊、旅行・交通、娯楽等の対人接触型サービス (以下、「対人サービス」) を中心に個人消費が大幅に減少したことが全体を押し下げた。感染拡大を受けた工場操業の一時停止により、自動車等の生産が下押しされたこともマイナス要因になった。

図表 2022年1~3月期GDP (1次速報) 予測



	2021 1~3	4~6	7~9	10~12	2022 1~3
実質GDP	▲0.5	0.6	▲0.7	1.1	▲0.7
(前期比年率)	▲2.2	2.4	▲2.8	4.6	▲2.6
(前年比)	▲1.8	7.3	1.2	0.4	0.1
内需	▲0.4	0.7	▲0.8	0.9	▲0.3
民需	▲0.3	1.0	▲1.2	1.6	▲0.4
個人消費	▲0.8	0.7	▲1.0	2.4	▲1.1
住宅投資	0.9	1.0	▲1.6	▲1.0	▲0.8
設備投資	0.4	2.0	▲2.4	0.3	0.5
在庫投資	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(▲0.1)	(0.2)
公需	▲0.8	▲0.1	0.2	▲1.0	▲0.0
政府消費	(▲0.2)	(▲0.0)	(0.1)	(▲0.3)	(▲0.0)
公共投資	▲0.6	0.7	1.1	▲0.4	0.8
外需	▲1.7	▲3.4	▲3.0	▲3.8	▲3.6
輸出	(▲0.1)	(▲0.1)	(0.1)	(0.2)	(▲0.3)
輸入	2.2	3.1	▲0.3	0.9	1.3
名目GDP	3.0	3.8	▲1.0	▲4.4	3.1
GDPデフレーター(前年比)	▲0.5	0.2	▲1.1	0.3	▲1.0
GDPデフレーター(前年比)	▲0.1	▲1.1	▲1.2	▲1.3	▲1.6

(注) 表の数値は言及しない限り実質前期比。()内はGDPへの寄与度
 (資料) 内閣府「四半期別GDP速報」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

個人消費は大幅マイナス。オミクロン株の感染拡大（感染第6波）を受けた対人サービス消費の減少が主因

需要項目別にみると、個人消費は前期比▲1.1%（10～12月期同+2.4%）と2期ぶりのマイナスが見込まれる。

オミクロン株の感染拡大（感染第6波）を受けて、（飲食店等への休業要請はなされなかったこと等により過去の緊急事態宣言発令時ほどの落ち込みには至らなかったものの）1月後半から2月にかけて人出が大幅に減少したことに伴い、対人サービス消費が落ち込んだ。JCB/ナウキャスト「JCB 消費NOW」で対人サービス消費（新系列基準、みずほリサーチ&テクノロジーズによる季節調整値）の推移をみると、1～3月期の対人サービス消費は前期比▲13.9%（旅行は同▲38.5%、交通は同▲10.8%、外食は同▲17.2%、宿泊は同▲13.3%、娯楽は同▲2.7%）と大幅に減少している。

GoToトラベル事業の再開が見送られただけでなく、ワクチンを2回接種済みであっても感染防止効果が限定的であることからワクチン・検査パッケージが一時的に停止され、ワクチン2回接種者も行動が慎重化したとみられる。3月後半時点においても第6波前の11～12月に比べて対人サービス消費の水準は低く、感染懸念を受けた慎重姿勢は足元でも残存している様子が見える（日本銀行「地域経済報告（4月）」においても、宴会自粛や少人数化の継続を示唆するコメントがみられる）。

財消費については、自社内や仕入先での感染拡大を受けて自動車メーカーが工場の操業を一時的に停止した影響等で自動車の国内販売が減少したことなどが下押し要因になるとみられる（1～3月期の新車販売台数（みずほリサーチ&テクノロジーズによる季節調整値）は前期比▲1.4%と減少した）。

設備投資は2期連続のプラスも、企業行動に慎重姿勢が残り、力強さに欠ける

設備投資は前期比+0.5%（10～12月期同+0.3%）と、2期連続のプラスを予測する。デジタル化・省力化関連のソフトウェア投資などが引き続き押し上げ要因となったほか、半導体市場の好調を受けて能力増強投資を増やす動きが一部の業種で出ているとみられる。

もっとも、7～9月期の大幅減を踏まえると回復力は弱い。日銀短観（3月調査）をみても、2021年度の設備投資計画（全規模・全産業）は前年度比+4.6%と下方修正されており、コロナ禍の影響長期化や交易条件の悪化による収益の下押し等を受けて回復の鈍さが示唆されている。コロナ感染・ウクライナ情勢を巡る先行き不透明感も企業行動を慎重化させているとみられ、当面は設備投資に景気をけん引するほどの力強さは期待できない状況だ。

住宅投資はマイナス。民間在庫投資は需要の減少を受けてプラス寄与

民間需要のその他項目は、住宅投資が前期比▲0.8%（10～12月期同▲1.0%）と3期連続の減少が見込まれる。夏場の行動制限による受注の減少、建設工事費の大幅な上昇を受け、マイナスでの推移が続いたとみている。

在庫投資の寄与度は+0.2%Pt（10～12月期：▲0.1%Pt）を予測する。需要の低迷に伴う出荷減が在庫の増加要因になったとみられる。ただし、法人

公的需要は横這い。復興事業の終了や建設工事費上昇で公共投資は大幅マイナス。政府消費はブースター接種進展でプラス

輸出は2期連続のプラス。自動車伸び悩むも半導体製造装置等が押し上げ。医薬品等の輸入の大幅増で外需寄与度はマイナスに

4～6月期は個人消費が持ち直すも、感染懸念から消費行動に慎重姿勢が残存。回復ペースは緩やかに

企業統計（6月1日公表予定）の結果が反映される2次速報値（6月8日公表予定）で修正される可能性がある。

公的需要は、前期比▲0.0%（10～12月期同▲1.0%）と横這いでの推移が見込まれる。東日本大震災後の復興事業の終了や足元の建設工事費の上昇が下押し要因になり、公共投資は前期比▲3.6%（10～12月期同▲3.8%）と前期に引き続き大幅に減少した模様である。政府消費については、ワクチンのブースター接種の進展などがプラスに寄与し、前期比+0.8%（10～12月期同▲0.4%）と増加に転じたとみられる。

輸出は前期比+1.3%（10～12月期同+0.9%）と2期連続のプラスを予測している。先述したとおり感染拡大を受けて自動車メーカーが工場の操業を一時的に停止した影響等により、自動車の輸出は伸び悩んだものの、東南アジアからの部品供給停滞の影響が10月まで残存した10～12月期水準よりは上昇した格好だ。半導体製造装置等が堅調に推移したことも押し上げ要因になったとみられる。

一方、輸入については、ワクチン向けの医薬品が大幅に増加したほか、原油・食料品等も前期の反動で増加し、前期比+3.1%（10～12月期同▲0.4%）と2期ぶりに増加したとみられる。

輸出の伸びを輸入が大きく上回ったことを受け、純輸出の実質GDP成長率に対する寄与度は▲0.3%Pt（10～12月期+0.2%Pt）と予測される。

以上のように、1～3月期の日本経済は、個人消費の減少を主因として2期ぶりのマイナス成長になったとみられる。

4～6月期は、ブースター接種の進展や経口治療薬の普及に伴い、対人サービス消費を中心に経済活動の回復が見込まれる。現時点では、年率+5%以上のプラス成長を予測している。

4月中旬までは新規感染者数が地方を中心に増加傾向で推移したことを受けて消費行動に慎重姿勢が残ったとみられ、人出（全国の小売・娯楽モビリティ）は4月に入り回復傾向が一服した。一方、足元では関東・近畿・中部の大都市圏で新規感染者数が減少しているほか、4月中旬まで感染増加が鮮明だった九州・沖縄や北海道・東北でも増勢が鈍化しており、オミクロン亜種による感染再拡大（第7波）は回避される可能性が高まっている。新規感染者数の増勢鈍化に伴い、GWにかけて人出は再び回復に転じる見込みであり、対人サービス消費も回復に向かうだろう。

しかし、今後の人出増加で感染者数は再び増勢を強める可能性もある。亜種についてもワクチンは有効であることから、医療体制の負荷は大幅には高まらず緊急事態宣言等の行動規制が再発令されるような事態には至らないとみているものの、ワクチン未接種者や子育て世帯（ワクチンを接種してい

ウクライナ情勢の緊迫化を受けた商品市況の高騰、海外経済の減速が先行きの下押し要因に

円安が資源高による輸入物価の上昇を増幅。「悪い円安」が意識される状況が続く見通し

ない子どもと同居する親)、重症化した場合の死亡リスクが相対的に高い高齢者等を中心に引き続き消費行動に慎重姿勢が一定程度残るとみられ、個人消費の回復ペースは緩やかなものになるだろう。

JTB「2022年ゴールデンウィーク(4月25日～5月5日)の旅行動向」をみると、GWの旅行者数は2021年比で168.4%の水準まで改善が見込まれるものの、2019年対比では66.6%とコロナ禍前水準には遠い。政府による観光支援策(「県民割」)も受けて今年のGWのサービス消費は前年対比では持ち直すものの、依然として十分な回復実感が得られない状況になる可能性が高い。

加えて、ウクライナ情勢の緊迫化を受けた商品市況の高騰や海外経済の減速が先行きの景気回復の阻害要因になる。

日本の貿易・直接投資に占めるロシア向けのシェアは低く、対ロ貿易停滞による直接的なマクロ影響は限定的である(ただし、卸売業(総合商社)等のロシア進出企業は経営戦略見直しを迫られる)。

一方で、商品市況が高騰することに伴う交易条件の悪化(輸入物価の高騰)が企業・家計の負担を増加させる(所得が海外に流出する)影響は大きい。企業については、生産・運送コスト上昇により輸送機械、素材産業、エネルギー業種、運輸・郵便などを中心に収益が圧迫されるだろう。家計については、ガソリン・電気代や食料品等、生活必需品の価格上昇により、低所得者を中心に消費が下押しされる。

加えて、欧州を中心とした海外の景気減速は、主に輸出の減少を通じて日本経済に波及する。輸送用機械、電気・電子、設備機器などの輸出セクターのほか、物流や商社などサービス産業にも負の影響が波及するだろう。

足元では、①米国の利上げによる日米金利差拡大、②原油価格高騰に伴う経常収支悪化による資金流出懸念、③投機筋による円売りの仕掛け等を受けて円安が進展している。一般的には、円安は輸出の増加等を通じて日本経済にプラスの影響を及ぼすと説明されるが、足元では円安のメリットが薄く、「悪い円安」が意識されやすい環境となっている。

まず、円安のメリット(輸出の増加)については、①海外生産比率の上昇、輸出競争力低下といった構造的な要因に加え、②(資源高・金利上昇に伴う)海外経済の減速、③水際対策の継続によるインバウンド旅行者の低迷といった一時的な要因が相まって、従来ほどの恩恵を享受することが出来ない状況だ。

一方、円安のデメリット(輸入コストの上昇)については、①資源高との同時進行が輸入物価上昇を増幅させているという一時的な要因に加え、②恩恵がグローバル展開している業種・企業(輸送用機械、電気機械、卸売など)に限定される一方で、コスト負担は広範の業種に及ぶという構造的な要因に

政府は物価高対策を策定。燃料油の激変緩和措置や低所得者向け給付により家計の負担を緩和

より、7割の企業・6割の就業者がデメリットを実感する状況にある。家計についても、資源高・円安に伴う物価高を受けて、後述の総合緊急対策による燃料油価格の激変緩和措置の適用を織り込んだとしても平均的な家計の2022年の負担は約6万円程度増加するとみられる。賃金が伸び悩む中での物価高による実質所得の減少は家計の節約志向を強めるだろう。

円ドルレートについては、当面は反転材料に乏しく、1ドル=130円台半ばまで円安・ドル高が進む可能性もある。輸入物価上昇の主因はあくまで資源高（2022年1～3月期時点で円安の影響は輸入物価上昇率の4分の1程度）であるものの、当面は輸入物価上昇による企業・家計への負担増が不可避となる中で「悪い円安」が意識される状況が続くとみている。

以上のとおり、資源高を主因とした交易条件の悪化や海外経済の減速が日本経済の下押し要因となることで、先行きの回復が阻害される見通しだ。先述したとおり、感染収束に伴うサービス消費の増加で経済活動全体としての回復基調は維持されるとみているが、回復ペースは緩やかなものにならざるを得ないだろう。みずほリサーチ&テクノロジーズは、ウクライナ情勢の緊迫化を受けて2022年度の日本の経済成長率見通しを+3.7%から+2.2%へ▲1.5%Pt下方修正した。

こうした中、政府は26日にコロナ禍における「原油価格・物価高騰等総合緊急対策」（以下、「総合緊急対策」）を取りまとめた。燃料油価格の激変緩和措置を拡充・延長するほか、低所得子育て世帯への給付を実施するのが主な内容だ。資源高や円安を政府・日本銀行が直接コントロールすることは難しいことを踏まえると、その副作用である「物価高」への対応が現実的な政策対応の中心とならざるを得ない。ガソリンや食料品など購入頻度の高い品目の値上げが目立つのが今回の物価上昇の特徴であり、低所得者は支出に占める日用品のウェイトが大きいことから、特に打撃が大きい。低所得者に絞った支援や価格転嫁力の小さい中小企業の資金繰り支援について予備費を活用することで迅速に実施しようとする今回の対策には合理性があるだろう。

今回の総合緊急対策による2022年度のGDP押し上げ効果は全体で+0.1%程度と見込まれ、景気の押し上げ効果は限定的と言えそうだ。もっとも、今回の対策は上記のとおり景気刺激策というよりも物価高に対する低所得者の生活支援・中小企業の資金繰り支援を主眼としており、GDP押し上げ効果が大きくないこと自体は問題ではない。迅速な給付により支援策の実効性を確保することが重要であり、プッシュ型給付の実施により速やかに低所得者への給付措置等が執行されることを期待したい。

なお、「総合緊急対策」の詳細な評価については、酒井才介・南陸斗（2022）

「政府の「総合緊急対策」の評価～資源高・円安を受けた物価高による家計負担増を緩和」（みずほリサーチ&テクノロジーズ『Mizuho RT EXPRESS』、2022年4月27日）を参照されたい。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。