

QE 予測

2022年6月1日

年率▲1.0%と1次速報とほぼ同じ成長を予想 (1~3月期2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

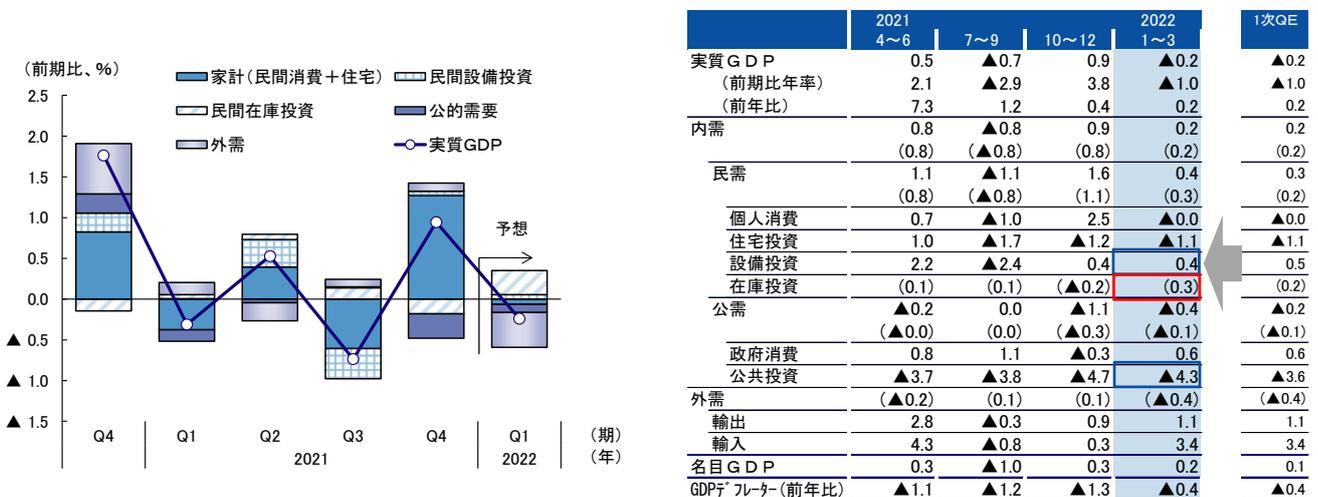
- 1~3月期の実質GDP(2次速報値)は、法人企業統計の公表などを受け、前期比▲0.2% (年率▲1.0%) と1次速報の前期比▲0.2% (年率▲1.0%) から変わらないと予測
- 在庫投資が上振れた一方、設備投資・公共投資が下振れ。オミクロン株の感染拡大を受け、個人消費や自動車生産が下押しされたことを主因として日本経済は弱含んだとの見方は変わらず
- 4~6月期は交易条件の悪化や中国の感染拡大に伴うロックダウンが下押し要因になる一方、対人接触型サービスを中心とした個人消費の回復が押し上げ、年率3%台半ばの成長を予測

1~3月期の実質GDP (2次速報) は1次速報から変わらないと予想

6月8日(水)に内閣府から1~3月期の「四半期別GDP速報(2次速報値)」が公表される。本日発表された法人企業統計などを受けて推計したところ、実質GDP成長率は前期比▲0.2% (年率▲1.0%) と、1次速報の年率▲1.0% から変わらないと予想される(図表)。在庫投資が上振れた一方、設備投資、公共投資が下振れたとみられる。

オミクロン株の感染拡大(感染第6波)を受けて対人接触型サービスを中心に個人消費が低迷したほか、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生産が抑制されたことに加え、公需・外需がマイナスに寄与したことで、日本経済は弱含んだとの見方は変わらないだろう。

図表 2022年1~3月期GDP(2次速報)予測



(注) 表の数値は言及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

設備投資は下方修正、在庫投資は上方修正

法人企業統計季報によると1～3月期の設備投資（ソフトウェアを含む、金融・保険を除く全産業、季節調整値）は前期比+0.3%（10～12月期同+3.1%）と2四半期連続のプラスとなった。製造業が同+1.7%（10～12月期同+2.9%）と増加した一方、非製造業が同▲0.3%（10～12月期同+3.2%）と弱含み、全体として小幅な増加にとどまった。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一方、コロナ禍の影響長期化や交易条件の悪化が企業収益の下押しを通じて設備投資の回復を阻害した。

法人企業統計の結果にサンプル調整などを施した上で推計すると、GDPベースの実質設備投資は、前期比+0.4%と1次速報（同+0.5%）から小幅の下方修正となる見通しだ。7～9月期の落ち込み（同▲2.4%）の後、2四半期連続で小幅な増加にとどまっており、企業行動に慎重姿勢が残る中で設備投資が力強さを欠いているとの見方は変わらない。

民間在庫投資は、法人企業統計による原材料在庫や仕掛品在庫の推計値が加わり、実質GDP前期比に対する寄与度は+0.3%Ptと、1次速報（同+0.2%Pt）から上方修正を予想する。

公共投資は下方修正

公共投資については、3月分の建設総合統計の発表を受け、前期比▲4.3%と1次速報（同▲3.6%）から下方修正を予想する。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、公共投資は大幅なマイナスが続いている。政府消費は1次速報時点（同+0.6%）から変わらず、公的需要全体では前期比▲0.4%（1次速報同▲0.2%）と、1次速報から下方修正を予想する。

個人消費、外需は変更なし

個人消費については、1次速報段階で明らかでなかった3月のサービス産業動向調査の結果が織り込まれるが、1次速報時点（同▲0.0%）からはほぼ変わらないと予想する。1次速報において、内閣府は業界統計や業界大手企業のデータ等を用いて3月値を補外する処理を行っており、2次速報での修正幅は限定的とみている。

外需についても、1次速報時点で3月の国際収支統計まで反映されていることから、ほぼ修正はされないだろう。

4～6月期はサービス消費が押し上げ要因になり年率+3%台半ば程度の成長を予測。消費行動に慎重姿勢が残存するほか、中国のロックダウンが下

以上より、1～3月期の実質GDP（2次速報値）は1次速報と変わらず、オミクロン株の感染拡大などを受けて日本経済の回復が足踏みしたことを再確認する結果となるだろう。

一方、4～6月期は、経済活動制限の解除、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。コロナ禍で高所得者を中心に積みあがった貯蓄も消費原資となるだろう

押し要因に

う。現時点では、4～6月期は年率+3%台半ば程度のプラス成長を予測している。

4月中旬まで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が慎重化し、人出（全国の小売・娯楽モビリティ）は4月に入りいったん回復傾向が一服した。しかし、その後新規感染者数の増勢鈍化に伴い、人出は再び回復に向かった。GWの人出は、東北や北陸など地方で昨年末を上回る水準まで急回復した一方、東京など都市圏の回復は緩慢であったように地域差がみられたが、全国でみれば昨年末の水準まで回復した。足元で新規感染者数は緩やかに減少しており、GW後の感染拡大は一時的なものにとどまったようだ。政府による観光支援策についても、都道府県独自の「県民割」の広域ブロック化に続き、早ければ6月にもGoToトラベル事業の再開が見込まれ、対人サービス消費は回復に向かうとみてよいだろう。

また、岸田政権は訪日外国人観光客の受け入れについても6月10日から再開することとしており、6月1日からは1日当たりの入国者数の上限も1万人から2万人に引き上げられる。当面は受入地域の理解や安心感の醸成が不可欠であり、パッケージツアー形式での実証実験の結果や世論の動向等をみながら段階的に受入条件を緩和していくとみられるが、サービス業にとっては追い風となるだろう。

ただし、消費行動には慎重姿勢が残存している。感染減少に伴い人出も回復しつつあるが、小売・娯楽モビリティの持ち直しペースは昨秋の第5波収束後と比べて鈍さが目立つ。ワクチン未接種者や子育て世帯（ワクチンを接種してい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消費行動に慎重姿勢が一定程度残っているとみられ、リベンジ消費は限定的なものにとどまるだろう。

また、上海のロックダウンによるサプライチェーンの混乱とそれに伴う中国経済の減速が4～5月の生産や輸出の下押し要因になる。中国からの部材等の供給停滞を受けて、電子・光学機器や輸送用機器などの業種で影響が大きいだろう。中国からの部品調達が滞ったため国内の自動車メーカーは一時的に工場の稼働を停止することを余儀なくされており、（中国の感染影響の収束に伴い6月以降は挽回生産が見込まれるものの）4～5月にかけて自動車生産が抑制される。半導体不足の長期化による下押し要因も相まって、4～6月期の自動車生産は（半導体不足や中国のロックダウンによる影響がなかった場合と比べて）▲40万台程度（うち中国ロックダウン影響で▲25万台程度）の減産が発生し、波及効果・代替効果を加味すると4～6月期のGDPを▲1.3%程度（うち中国ロックダウン影響で▲0.8%程度）下押しするとみている。

ウクライナ情勢の緊迫化

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

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

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。円安進展と相まって2022年度の交易損失は前年度から▲10兆円程度拡大すると試算され、企業には7兆円、家計には3兆円程度の所得流出に伴う負担が発生することが見込まれる。

企業については、原材料・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。足元のコスト上昇を全て価格に反映できている企業は多くないとみられ、特に中小企業は価格転嫁力が弱い。交易条件悪化に伴う企業収益の下振れは、設備投資や賃金を抑制するだろう。

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。主要機関調査によると2022年の賃上げ率は2%を上回る見込みであるが、ベア（基本給）は+0%台半ば程度の伸びにとどまるだろう。夏のボーナス支給額も改善が見込まれるもの（みずほリサーチ&テクノロジーズは民間企業ベースで前年比+1.4%を予測）、年内の消費者物価は2%台での推移が続くとみられる中で、先行きの実質賃金がマイナスで推移することが消費の下押し要因になる。

交易条件悪化に加えて、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、電機・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。

サービス消費の増加で回復に向かうものの、回復ペースは従来見通しから下方修正。さらなる下振れリスクも残存

以上のとおり、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は回復に向かうものの（リベンジ消費が限定的であったとしても対人サービス消費が正常化（コロナ禍前の水準程度まで回復）するだけで2022年度GDPは+3%程度押し上げられると試算される）、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、先行きの回復ペースは緩やかになる見通しだ。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。

ただし、交易条件の悪化や海外経済の減速については、さらなる下振れリスクがある点に留意が必要だ。資源価格については、ウクライナ情勢を巡る不透明感が強く、経済制裁の強化等に伴う供給不安から原油、天然ガス、小

政府の物価高対策は一時的な止血策。中期的な視野に立った対策強化が求められる。「人への投資」は更なる拡充が必要

麦等を中心に価格の高止まりが続く可能性は否定できない。仮にロシアからのガス供給が途絶するような事態に至れば、欧州を中心として世界経済・日本経済に与える影響は大きい。

また、米国で物価高騰や賃金上昇圧力が続く中、家計のインフレ期待が更に高まれば、インフレ率は高止まりする恐れがある。米国経済の金利耐性が強い（経済減速・インフレ圧力緩和速度が鈍い）ほど「ビハインド・ザ・カーブ」の蓋然性が高まるということであり、「インフレの上振れ⇒実質金利が低下（意図せざる金融緩和）⇒需要の過熱（需給不均衡の拡大）⇒インフレ上振れ（インフレ期待の上振れ）」という悪循環が生じるリスクが残存している。インフレ率の高止まりが続いた場合、米連邦準備制度理事会（FRB）が利上げペースの加速を余儀なくされ、米国を中心とした海外経済の減速を招くおそれがある点には引き続き注意が必要だ。

こうした中、政府は4月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、財源を確保するための補正予算（追加歳出2.7兆円）が5月31日に成立した。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。低所得者に的を絞った支援を（予備費を用いて）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。

ただし、物価高対策が重要だからと言って事業者への補助金支給をいつまでも続けるわけにはいかない。企業による省エネ設備導入やグリーン化関連の基礎研究の支援、家計による省エネ製品等への買い替えを促す補助金の支給など、中期的な視野に立って燃料依存度を引き下げる政策の一層の推進が求められる。

また、足元で「悪い円安」が意識される背景として、円安が輸入物価上昇

を増幅させることを通じたデメリットが顕在化していることに加え、従来よりも円安のメリットが発揮されなくなっていることも大きい。製造業の海外生産シフトや半導体などの供給制約に加え、円安局面においてもエレクトロニクス分野等で付加価値ベース輸出額が伸び悩むなど、日本産業の国際競争力が趨勢的に低下している点には留意しなければならない。技術革新の支援などを通じて産業競争力を中期的に高めていく必要がある。

さらに、今回のように低所得者への逆進的な負担が大きい物価上昇は、「成長と分配の好循環」を掲げる岸田政権にとって大きな逆風であり、物価上昇に対する耐性を強化する観点からは賃上げの促進が必要だ。日本の経済成長率を引き上げる上でもGDPの5～6割を占める個人消費の拡大が不可欠であり、そのためには賃金の持続的な上昇が必要になる。岸田政権が掲げる「人への投資」に係る施策の推進（職業訓練、リカレント教育の拡充等）は一層重要なものとなってくるだろう。みずほリサーチ&テクノロジーズは、日本の成長率を欧米並みに引き上げるために官民で年間4兆円程度の人的資本投資が必要である（現状対比の追加額は年間2.3兆円、うち1.3兆円を公費負担する必要がある）と試算している。政府は6月7日にも新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画、骨太の方針2022を閣議決定することを目指しており、5月31日に示された政府原案において「人への投資」を重視する方針が打ち出されている点は評価できるが、「3年間で4,000億円」の「人への投資」施策パッケージは規模が小さく日本経済の成長率引上げには力不足であり、更なる拡充を検討する必要があるだろう。

●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。