

Q E 解説

2022年6月8日

年率▲0.5%と1次速報から小幅な上方修正 (1~3月期2次QE)

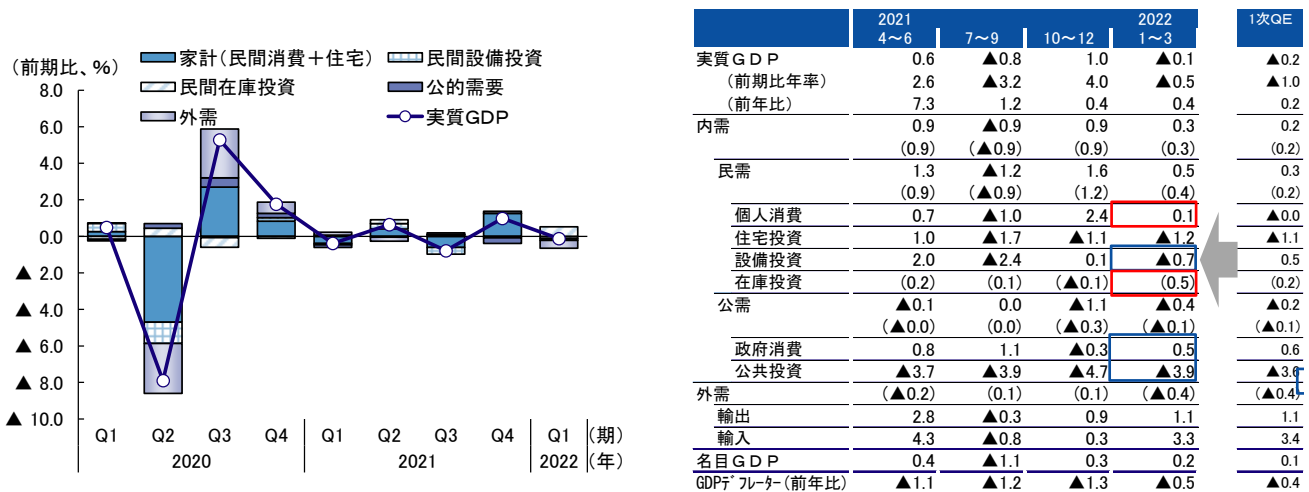
調査部 経済調査チーム
 上席主任エコノミスト
酒井才介
 080-1069-4626
 saisuke.sakai@mizuho-rt.co.jp

- 1~3月期の実質GDP (2次速報) は前期比▲0.1% (年率▲0.5%) と1次速報の前期比▲0.2% (年率▲1.0%) から小幅上方修正。設備投資や公的需要が下振れた一方、個人消費や在庫投資が上振れ
- 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。2021年度は前年度からのゲタを除くと+0.4%の成長にとどまる
- 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%程度の成長を予測

1~3月期の実質GDP (2次速報) は1次速報から小幅な上方修正

1~3月期の実質GDP成長率 (2次速報) は、前期比▲0.1% (年率▲0.5%) と、1次速報の年率▲1.0%から小幅な上方修正となった (図表)。設備投資や公的需要が下振れた一方、個人消費や在庫投資が上振れた。需要の低迷に伴う在庫増加が大きくプラスに寄与しており、上方修正といっても内容は芳しくない。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、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を主因に日本経済が弱含んだとの見方は変わらない。

図表 2022年1~3月期GDP (2次速報)



(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

民間需要は設備投資が大幅に下振れた一方、個人消費・在庫投資は上方修正

需要項目別にみると、法人企業統計の結果などを受けて、1～3月期の設備投資は、前期比▲0.7%と1次速報（同+0.5%）から大幅な下方修正がなされた。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マイナスに寄与した。7～9月期の落ち込み（同▲2.4%）の後も低迷が続いており、企業行動に慎重姿勢が残る中で設備投資は力強さを欠いている。

一方、民間在庫投資の実質GDP前期比に対する寄与度は+0.5%Ptと、1次速報（同+0.2%Pt）から大幅な上方修正がなされた。仕掛品在庫の上振れが全体を押し上げた。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。

そのほか、個人消費は前期比+0.1%と、1次速報（同▲0.0%）から上方修正となった。非耐久財が下振れた一方で耐久財やサービスの上振れが全体を押し上げる格好になった。もともと、修正は小幅であり、先述したとおりオミクロン株の感染拡大を受けて対人接触型サービスを中心に個人消費の低迷が続いたとの見方に変わりはない。

住宅投資は同▲1.2%と1次速報（同▲1.1%）から小幅に下方修正された。昨年夏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。

上記のとおり個人消費や在庫投資が上振れたことで、民間需要全体では前期比+0.5%と、1次速報（同+0.3%）から上方修正になった。

公共投資、政府消費の下振れにより公需は下方修正。外需寄与度は変わらず

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▲3.9%と1次速報（同▲3.6%）から下方修正がなされた。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、大幅なマイナスが続いた。政府消費についても、前期比+0.5%（1次速報同+0.6%）と下方修正された。ワクチンのプースター接種の進展などがプラスに寄与したとの見方は変わらない。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となった。

外需は、輸出が前期比+1.1%（1次速報同+1.1%）、輸入が前期比+3.3%（1次速報同+3.4%）とほぼ1次速報から変わらなかった。輸出については、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。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

4～6月期はサービス消費が押し上げ要因になり年率+3%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押し要因に

品等も前期の反動で増加した。輸出・輸入ともにほぼ修正がなされなかったことで、純輸出の寄与度は▲0.4%Ptと1次速報（▲0.4%Pt）から変わらなかった。

以上のとおり1～3月期の実質GDP（2次速報値）は1次速報から小幅な上方修正がなされたものの、景気認識に影響を及ぼすほどの修正ではなく、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言っただろう。コロナ禍前（2019年平均）対比でみると1～3月期の実質GDPの水準は▲2.6%低く、依然として低迷が続いている。2021年度の経済成長率は+2.2%と3年ぶりのプラス成長となったが、2020年度の▲4.5%の落ち込みを取り戻せておらず、反発力は小さい。コロナ禍において感染動向の影響を受けてプラス成長とマイナス成長を繰り返す「ノコギリ型」での推移となり、前年度からのゲタ（+1.8%）を除くと+0.4%の成長にとどまった。

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、対人接触型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。現時点では、4～6月期は年率+3%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全国的に減少傾向で推移しており、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月末にも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た。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

ウクライナ情勢の緊迫化に伴う商品市況の高騰、海外経済の減速が下押し要因に

後と比べて鈍さが目立つ。JCB/ナウキャスト「JCB 消費 NOW」で対人接触型サービス消費（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、5月前半は昨年11月～12月を下回る水準で推移している。主要地域のホテル宿泊者数をみると、域内居住者の宿泊者数が改善する一方、隣接地域外からの来訪者は戻りが鈍く、遠出に対する慎重姿勢が強い様子がうかがえる。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。

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。後述の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。

**円安進展が資源高による
輸入物価の上昇を増幅。
当面は「悪い円安」が意
識される状況が続く**

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。

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。特に、米国の経済指標の堅調な推移（市場予想を上回る5月のISM製造業景況感指数の改善や労働需給ひっ迫が示された5月の雇用統計等）を受け、金融引き締めが積極的に行われるとの見方から米国の10年国債利回りが3%台まで上昇したことで円安圧力が高まり、ドル円相場は一時1ドル=133円台まで円安が進展した。

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などの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、コスト負担は広範な業種に及ぶという構造的要因により、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・円安に伴う輸入物価高騰が消費者物価に波及し、実質所得が減少することが打撃になる。政府が4月に策定した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1世帯当たり約6万円程度増加するとみている。

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

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

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（円安の影響は4月の輸入物価上昇率の1/3程度）であるものの、当面は企業・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、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接触型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。OPECプラスは7月からの増産幅拡大を決定したものの、ロシア産原油の代替には力不足であり、足元の原油価格（WTI）は3カ月ぶりに1バレル=120ドル台に上昇した。天然ガスの需給もひっ迫しており、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、欧州を中心に世界経済・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、更なる円安や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。

政府は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。「人への投資」は更なる拡充が必要

こうした中、政府は6月7日に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を閣議決定した。「新しい資本主義」の実現に向けて、①人への投資、②科学技術・イノベーションへの投資、③スタートアップへの投資、④グリーン・トランスフォーメーション（GX）及びデジタル・トランスフォーメーション（DX）への投資、の4本柱を重点投資分野として位置付けている点が特徴だ。特に、岸田政権が「人への投資」を重視する方針を打

ち出した点は評価できる。能力開発支援等の人的資本投資は、高いスキルを身に着けた労働者の供給を増やすことで、上記の重点投資分野②～④を実現する基盤になる。こうした点で、岸田政権が人への投資、とりわけの労働者への人的資本投資を重視する姿勢を示したことは妥当であると考えられる。物価高に対する経済の耐性を高める上でも、労働者のスキル向上と生産性上昇を通じた賃上げの促進は急務である。

ただし、骨太の方針2022に盛り込まれた「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、経済成長率の引上げには力不足と言えるだろう。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べきである）と試算している。とりわけ日本の公的な教育訓練投資支出額は主要先進国対比で見劣りする状況であり、拡充が急務であると言えよう。

一方、骨太の方針2022では岸田政権の政策スタンスの重心が「分配」から「成長」へシフトしたことが明確になり、先述したGX・DX等の重点投資分野や安全保障（防衛力を抜本的に強化）への公的な支出を中長期的に拡大することがコミットされた。その陰で、当初岸田首相が分配政策を強調していた際に浮上した金融所得課税見直し等の「負担」に関する議論は後退した印象が強い。各種施策の財源についての具体的な言及が見られず、財政健全化に向けた道筋が見えにくくなっている点は懸念材料だ。参議院選挙を控え、政治的な歳出増加圧力は高まっている。内閣府は1～3月期のデフレギャップを▲21兆円程度と推計しており、参議院選挙後の編成が見込まれる第2次補正予算では、経済対策第2弾として物価高対策の拡充・延長に加え、今回の骨太の方針2022に掲げられた施策が盛り込まれることで、20兆円程度の追加歳出が計上される可能性がある。

中長期的にグリーン化や安全保障等に対する公的支出を増加させる以上は、負担増（その他の支出の削減あるいは増税）はいずれ避けては通れない。「デフレギャップを埋めるべき」、「防衛費はGDP比2%が国際標準である」といったような予算規模ありきの議論からは脱却する必要がある、基金を含めて、予算の必要性の精査と効果検証（アウトカムに基づくEBPM）の取組の強化が求められる。その上で、中長期的な財政健全化への道筋を国民に対して示す必要があるだろう。

●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。