

QE 予測

2022年7月29日

# 年率+2.1%のプラス成長を 予測（4~6月期1次QE）

調査部 経済調査チーム

主席エコノミスト

酒井才介

080-1069-4626

saisuke.sakai@mizuho-rt.co.jp

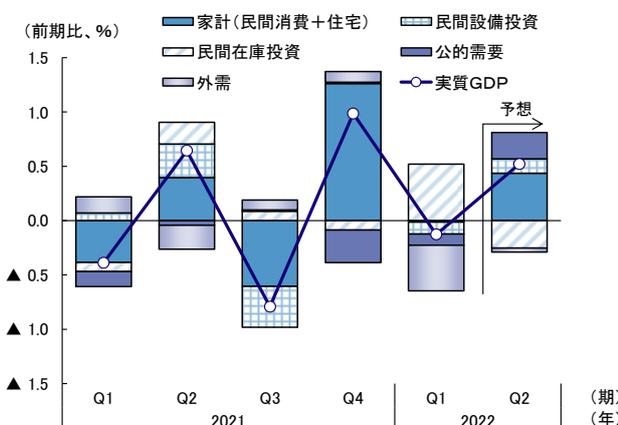
- 4~6月期の実質GDPは前期比+0.5%（年率+2.1%）を予測。感染第6波の収束・経済活動制限の解除に伴い、対人接触型サービスを中心に個人消費が回復したことが全体を押し上げ
- 前年度から繰り越された更新需要の顕在化等で設備投資も増加。一方、上海のロックダウンによるサプライチェーン混乱や中国経済の減速が4~5月の生産・輸出下押し要因に
- 7~9月期は感染第7波を受け、家計の消費行動が慎重化することで対人接触型サービスを中心に個人消費の回復は足踏み。物価高や海外経済の減速も下押し要因になり、回復ペースは緩やかに

## 4~6月期の実質GDPは前期比+0.5%（年率+2.1%）と2期ぶりのプラス成長を予測

8月15日（月）、内閣府より4~6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+0.5%（年率+2.1%）と予測される（図表）。

感染第6波の収束に伴い、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回復したことが全体を押し上げた。一方、上海のロックダウンによるサプライチェーンの混乱や中国経済の減速などが回復を抑制する要因となった。

図表 2022年4~6月期GDP（1次速報）予測



	2021 4~6	7~9	10~12	2022 1~3	2022 4~6
実質GDP	0.6	▲0.8	1.0	▲0.1	0.5
(前期比年率)	2.6	▲3.2	4.0	▲0.5	2.1
(前年比)	7.3	1.2	0.4	0.4	0.6
内需	0.9	▲0.9	0.9	0.3	0.6
(0.9)	(▲0.9)	(0.9)	(0.3)	(0.6)	
民需	1.3	▲1.2	1.6	0.5	0.4
(0.9)	(▲0.9)	(1.2)	(0.4)	(0.3)	
個人消費	0.7	▲1.0	2.4	0.1	0.7
住宅投資	1.0	▲1.7	▲1.1	▲1.2	0.8
設備投資	2.0	▲2.4	0.1	▲0.7	0.8
在庫投資	(0.2)	(0.1)	(▲0.1)	(0.5)	(▲0.3)
公需	▲0.1	0.0	▲1.1	▲0.4	0.9
(▲0.0)	(0.0)	(▲0.3)	(▲0.1)	(0.2)	
政府消費	0.8	1.1	▲0.3	0.5	0.5
公共投資	▲3.7	▲3.9	▲4.7	▲3.9	2.5
外需	(▲0.2)	(0.1)	(0.1)	(▲0.4)	(▲0.0)
輸出	2.8	▲0.3	0.9	1.1	▲0.0
輸入	4.3	▲0.8	0.3	3.3	0.2
名目GDP	0.4	▲1.1	0.3	0.2	▲0.0
GDPデフレーター(前年比)	▲1.1	▲1.2	▲1.3	▲0.5	▲1.3

(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

(出所) 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

**感染第6波の収束に伴い、個人消費は対人サービスを中心に回復。ただし消費行動の慎重姿勢や物価高などが下押し要因になり、回復ペースを抑制**

需要項目別にみると、個人消費は前期比+0.7%（1～3月期同+0.1%）と3期連続のプラスが見込まれる。

感染第6波の収束・経済活動制限の解除やブースター接種の進展などを受けて、人出が増加したことに伴い、対人サービス消費が回復した。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、4～6月期の旅行は同+70.6%、交通は同+20.1%、外食は同+23.1%、宿泊は同+18.9%と大幅に増加している。

それでも、4～6月期の対人サービス消費の水準はコロナ禍前（2019年平均）対比で84%程度にとどまっており、感染第6波の収束後も消費行動には慎重姿勢が残存している。特に回復の遅れが目立つのは、旅行関連の消費だ。今年のゴールデンウィークにおける交通大手の利用実績を見ると、JR各社の新幹線利用者数は前年のゴールデンウィーク対比で2.5倍、航空大手の国内線旅客者数もJALが同2.3倍、ANAが同1.9倍に増加した。しかし、コロナ禍前のゴールデンウィーク対比で見ると、新幹線・航空ともに6～8割程度の水準にとどまっている。遠方への旅行・宿泊需要は依然として低調であり、旅行関連消費は本格回復にはほど遠い状況だ。

財消費については、外出機会の増加に伴い衣料品など半耐久財消費が回復する一方、上海のロックダウンによるサプライチェーン混乱を受けて自動車などの生産が4～5月にかけて減少したことに伴い、耐久財消費が下押しされ、個人消費全体の回復を阻害したとみられる。

加えて、商品市況の高騰や円安の進展を受けた物価高が個人消費の下押し要因になった。賃金が伸び悩む中、足元の物価上昇を受けて4・5月の実質賃金は前年比▲1.8%とマイナスで推移している。食料品やガソリン代・電気代など家計にとって身近な日用品の値上げが進むことで、家計の体感物価はCPI以上に上昇していると考えられ、節約志向を強めた消費者は選択的支出を中心に支出を切り詰めているとみられる。

以上より、個人消費は全体として回復傾向で推移したとみられるが、消費行動の慎重姿勢の残存に加え、上海ロックダウンや物価高が下押し要因になり、回復のモメンタムは力強さを欠いたとみている。

**前年度から繰り越された投資需要の顕在化などを受け、設備投資は2期ぶりのプラス**

設備投資は前期比+0.8%（1～3月期同▲0.7%）と、2期ぶり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増加したほか、前年度から繰り越された投資需要の顕在化が押し上げ要因になったとみられる。

日銀短観（6月調査）をみると、2022年度の設備投資計画（全規模・全産業、ソフトウェア投資を含み土地投資を除く）は、前年度比+15.5%の大幅

増加となっている。過去の平均的な修正パターンを踏まえても+8.0%程度での着地となる計算であり、非常に強い計画だ。(2021年度の設備投資計画が下方修正されていた点を踏まえれば)前年度から先送りされた投資需要が押し上げに寄与しているとみられる。さらに、製造業を中心に企業収益が高水準で推移していることに加え、素材業種が研究開発を積極的に行うなど、脱炭素化に向けた投資も押し上げに寄与しているだろう。機械受注などの先行指標も足元まで増加傾向で推移しており、4~6月期以降の設備投資は回復を見込んでよいだろう。

ただし、半導体などの供給制約、交易条件の悪化(資材コストの上昇)、海外経済の減速などを受けて、計画対比で(過去の平均的な修正パターン以上に)下振れる可能性が大きい点には留意が必要だ。

**住宅投資はプラス。民間在庫投資は前期からの反動や需要の増加を受けてマイナス寄与**

民間需要のその他項目は、住宅投資が前期比+0.8%(1~3月期同▲1.2%)と4期ぶりのプラスが見込まれる。2~4月にかけて住宅着工が増加傾向で推移したことを受け、進捗ベースでプラスになったとみられる。

在庫投資の寄与度は▲0.3%Pt(1~3月期:+0.5%Pt)を予測する。前期の大幅増加からの反動や、需要の回復に伴う出荷増が在庫の減少要因になったとみられる。ただし、法人企業統計(9月1日公表予定)の結果が反映される2次速報値(9月8日公表予定)で修正される可能性がある。

**公的需要は増加。防災・減災、国土強靱化関連の公共事業進捗で公共投資はプラス。政府消費も増加**

公的需要は、前期比+0.9%(1~3月期同▲0.4%)と3期ぶりのプラスが見込まれる。2021年度補正予算を受けて防災・減災、国土強靱化関連の公共事業が進捗したことが押し上げ要因になり、公共投資は前期比+2.5%(1~3月期同▲3.9%)と6期ぶりに増加した模様である。政府消費については、医療需要の増加などがプラスに寄与し、前期比+0.5%(1~3月期同+0.5%)と2期連続で増加したとみられる。

**輸出はほぼ横ばい。上海のロックダウンによるサプライチェーンの混乱、中国経済の減速が下押し。外需寄与度はほぼニュートラル**

輸出は前期比▲0.0%(1~3月期同+1.1%)とほぼ横ばいとどまると予測している。先述したとおり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月の生産や輸出を下押しした。6月に持ち直したものの、半導体不足の長期化による下押し要因も相まって、自動車を中心に低迷が続いたとみている(6月時点でも中国向けの輸出数量は中国内需減速の影響を受けて自動車、電算機類の部分品、金属加工機械等の低調が続き、上海ロックダウン前の水準を取り戻せていない。米国向け輸出も米国側の輸入総額に比べ増加幅は限定的であり、供給制約の影響で自動車を中心に対米輸出が下押しされているとみられる)。

一方、輸入については、原油や食料品などが増加し、前期比+0.2%(1~3月期同+3.3%)と3期連続で増加したとみられる。

純輸出の実質GDP成長率に対する寄与度は▲0.0%Pt(1~3月期▲0.4%Pt)

**7～9月期は感染第7波を受けて個人消費が低迷も、輸出や設備投資が増加し、プラス成長を予想**

と成長率に対してほぼニュートラルであったと予測される。

以上のように、4～6月期の日本経済は、個人消費や設備投資の回復を主因として2期ぶりのプラス成長になったとみられる。

7～9月期については、感染第7波を受けて消費行動が慎重化し、対人サービスを中心に個人消費の回復が再び足踏みするとみられる。

7月に入り全国的に感染者数が急増し、1日当たりの新規感染者数は第6波ピークを大幅に超過している。政府は現時点で行動制限には否定的な立場であるが、日本全国でみた小売・娯楽モビリティは7月に回復が一服しており、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を中心に自主的に外出を自粛する動きが広がっているとみられる。

欧州主要国は感染急増から概ね1カ月程度でピークアウトしていることを踏まえると、日本の感染ピークは8月初旬頃になる可能性が高い。また、ワクチン普及や治療薬の活用等を受けて、日本の新型コロナ死亡率は第6波で0.1%台まで低下し、季節性インフルエンザの死亡率に接近している。入院者数・重症者数の増勢も緩やかであり、行動制限を伴う強い感染対策を実施するハードルは政治的にも高い状況となっていることを踏まえれば、まん延防止等重点措置のような行動制限が広い範囲で再度実施される可能性は小さい。感染増に伴う行動慎重化で7～8月にかけて人出は減少するとみられるが、1～2月の第6波ほどの落ち込みには至らないだろう（ただし、政府による行動制限がない中で、感染ピークアウト後も感染者数が高止まる可能性がある。新規感染者数の3割強が10代以下である点を踏まえると、若年者の3回目ワクチン接種率の引き上げが、医療ひっ迫回避に向けた課題となるだろう）。

物価高は引き続き個人消費の回復の阻害要因になる見込みだが、コロナ禍で積み上がった超過貯蓄（コロナ禍前（2019年）対比でみた家計貯蓄の増分は50兆円超）が消費の原資となり物価高の影響をある程度和らげることが期待できることから、個人消費が大きく腰折れするまでには至らないだろう。ただし、超過貯蓄の大半は高所得者層が蓄積しており、貯蓄が増えておらずバッファが薄い低所得者層は物価高が消費抑制につながりやすい。生活必需品以外の支出削減を余儀なくされる状況が続き、個人消費を下押しするであろう。

個人消費が足踏みする一方、上海のロックダウンの影響が和らいだことで生産・輸出がプラスで推移するほか、設備投資や公共投資も引き続き増加が見込まれる。4～6月期の押し下げ要因となった自動車生産（半導体不足や中国ロックダウンの影響がなかった場合と比べて▲2割弱の減産となり、4～6

**10～12月期以降も政府の  
観光支援策などを受けて  
回復継続の見通し**

**物価は2%台推移が継続  
も、雇用・賃金の回復は緩  
やか。日本銀行の金融政  
策は変更無し、為替は1ド  
ル＝140円前半まで円  
安進展を予測**

**欧米の景気後退が先行き**

月期のGDPを▲0.9%押し下げたと試算)については、中国のロックダウンによる影響が緩和される一方、ゼロコロナ政策の継続による中国経済の回復ペースの鈍さや半導体等の供給制約などを受けて、回復ペースは緩やかになる(ばん回生産は限定的)とみている。

以上を踏まえ、現時点で7～9月期は年率+2%台半ば程度のプラス成長を予測している。

10～12月期以降も経済活動は回復傾向を維持するだろう。感染第7波の収束に伴い政府による「全国旅行支援」が実施されることで対人サービスを中心に個人消費の押し上げが見込まれるほか、インバウンドの受入も徐々に拡大されるだろう。

コロナ禍の影響が長引く中、日本はこれまで欧米対比で経済活動の回復が遅れてきたが、その分回復余地が残されている状況だ。個人消費の15%程度を占める対人サービス消費が(リベンジ消費とまではいかなくても)コロナ禍前に近い水準まで回復していくことで、2022年度GDPを2%以上押し上げることが期待される。インバウンドの本格回復は中国のゼロコロナ政策解除後の2023年後半以降を見込むが、水際対策変更・円安を受けてインバウンドの受入拡大が進むことで2023年度GDPを+0.8%押し上げると試算している。

海外経済の減速や交易条件の悪化が下押し要因になるものの、上記のとおり個人消費を中心に回復基調を維持することで、2022年度の日本経済成長率は+1.8%、2023年度は+1.2%と予測している。

なお、2022年内のコアCPI前年比は食料品の値上げ等を受けて2%台での推移が継続する見通しであるが、日本経済の回復力が十分ではなく需給ギャップはマイナスが継続する見通しであり、雇用・賃金の回復も緩やかになることなどから、日本銀行の現行の金融政策の枠組みについて当面修正はなされないと予測している。十分な賃金の伸びを伴わないコストプッシュ型のインフレには持続性がなく(海外経済減速等を受けて商品市況の上昇や円安が一服することで、2023年後半のコアCPI前年比は0%台に鈍化するとみている)、足元の物価上昇は日本銀行が目指す2%物価目標とは大きく異なるものだ。こうした状況下で長期金利の上昇を許容する政策修正はなされない可能性が高いだろう。

内外金利差の拡大、経常収支の黒字幅縮小、日米金融政策の違いを意識した投機筋の円売りをを受けて、ドル円相場は、2022年末にかけて1ドル＝140円前半まで円安が進展する公算が大きいとみている(2023年以降は、米国経済減速等に伴い円安要因がはく落することで、1ドル＝130円台半ばまで緩やかな円高・ドル安が進むとみている)。

先行きの日本経済にとっての大きなリスク(下振れ要因)は、急速な利上

**の下振れ要因。海外経済減速が輸出・設備投資を下押し**

げやロシアからの天然ガス供給縮小等に伴う欧米の景気後退だ。

米国経済は既に住宅投資が大幅に減少し、個人消費も鈍化するなどピークアウトが鮮明になっているが、高インフレを受けてFRB（連邦準備制度理事会）が2022年内に中立金利（2.5～3.0%）を上回る水準（3.75～4.0%）まで政策金利を引き上げることが予想され、2023年にかけて景気後退入りする可能性が高い。金融面での不均衡が小さい（家計・企業のバランスシートが健全である）ことから現時点では浅めの景気後退を予測しているが、インフレ率が高止まりした場合、更なる利上げを余儀なくされ、調整が深刻化するリスクが残存している。

欧州経済についても、需給ひっ迫に伴う天然ガス価格の高騰などを受け、今冬に景気後退入りが見込まれる。ロシアはガス供給継続方針を示唆しているが供給途絶懸念は残存している。石炭火力の発電余力は十分であるとみられるものの、石炭調達などの面で不透明感が残っており、石炭火力発電や原子力発電による代替がスムーズに行われない場合にはエネルギーが不足し、生産活動にも負の影響が及ぶ可能性がある。

欧米と比べコロナ禍からの回復が遅れていたアジア経済については、コロナ関連規制の緩和により今後は消費中心に持ち直すことが見込まれる。しかし、中国はゼロコロナ政策が2023年4～6月期頃まで継続される見通しであるほか、資源高や欧米経済の低迷が輸出を下押しすることで、アジア経済も世界経済をけん引するには力不足だろう。

以上を踏まえると、2022～23年の世界経済は2%台の低成長になる見通しだ。海外経済の減速により輸送用機械、電気・電子、設備機器などの輸出が下振れるほか、設備投資も下押しされることで、2023年の日本のGDPは▲0.6%下押しされると見込んでいる。先行きの日本経済を見通す上で、海外経済の下振れリスクを意識しなければならない状況が続くそうだ。

**【PR】 YouTube 動画「MHRT Eyes」・各種 調査レポート（無料）を配信中！**

～国内外の経済・金融動向など幅広い分野について、エコノミスト・研究員が専門的な知見をご提供～

▽メルマガ（登録無料）では、配信をいち早くお知らせしております。下記より是非お申込みください

<https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/mailmagazine/research/index.html>



（QRコードはデンソーウェーブの登録商標です）

お問い合わせ：調査本部メールマガジン事務局（03-6808-9022, chousa-mag@mizuho-rt.co.jp）

- 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。