

QE 解説

2022年8月15日

# 個人消費の回復等で年率+2.2%のプラス成長（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

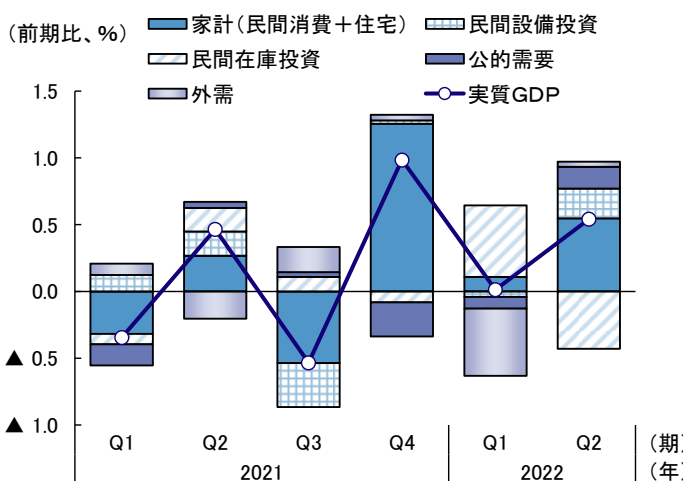
- 4~6月期の実質GDPは前期比+0.5%（年率+2.2%）のプラス成長。感染第6波の収束・経済活動制限の解除に伴い、対人接触型サービスを中心に個人消費が回復したことが主因
- 前年度から繰り越された更新需要の顕在化等で設備投資も増加。一方、上海のロックダウンによるサプライチェーン混乱や中国経済の減速が4~5月の生産・輸出下押し要因に
- 7~9月期は感染第7波を受け、家計の消費行動が慎重化することで対人接触型サービスを中心に個人消費は足踏み。物価高や海外経済の減速も下押し要因になり、回復ペースは緩やかに

## 2022年4~6月期の実質GDPは前期比+0.5%（年率+2.2%）とプラス成長

2022年4~6月期の実質GDP成長率（1次速報）は、前期比+0.5%（年率+2.2%）とプラス成長になった（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ほか、設備投資や公共投資がプラスに転じ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）



	2021 4~6	7~9	10~12	2022 1~3	2022 4~6
実質GDP	0.5	▲0.5	1.0	0.0	0.5
(前期比年率)	1.8	▲2.1	4.0	0.1	2.2
(前年比)	7.3	1.2	0.5	0.7	1.1
内需	0.7	▲0.7	1.0	0.5	0.5
(前期比)	(0.7)	(▲0.7)	(0.9)	(0.5)	(0.5)
民需	0.9	▲1.0	1.7	0.8	0.5
(前期比)	(0.6)	(▲0.8)	(1.2)	(0.6)	(0.3)
個人消費	0.4	▲0.9	2.4	0.3	1.1
住宅投資	1.6	▲1.8	▲1.3	▲1.4	▲1.9
設備投資	1.2	▲2.1	0.2	▲0.3	1.4
在庫投資	(0.2)	(0.1)	(▲0.1)	(0.5)	(▲0.4)
公需	0.2	0.1	▲1.0	▲0.3	0.6
(前期比)	(0.0)	(0.0)	(▲0.3)	(▲0.1)	(0.2)
政府消費	0.9	1.1	▲0.3	0.4	0.5
公共投資	▲2.5	▲3.3	▲3.7	▲3.2	0.9
外需	(▲0.2)	(0.2)	(0.0)	(▲0.5)	(0.0)
輸出	3.0	0.0	0.6	0.9	0.9
輸入	4.4	▲1.1	0.4	3.5	0.7
名目GDP	▲0.2	▲0.5	0.5	0.4	0.3
GDP* フレータ(前年比)	▲1.1	▲1.1	▲1.3	▲0.5	▲0.4

(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。ただし消費者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+1.1%（1～3月期同+0.3%）と3期連続のプラスで推移した。

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、対人サービスを中心にサービス消費が前期比+1.4%と回復し、GDPを+0.4%Pt押し上げた。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前期比+3.9%と回復した一方、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、耐久財消費が同+0.3%と伸び悩んだ。

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4～6月期の実質賃金は前年比▲1.6%と6四半期ぶりの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ものの、消費者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、回復ペースは緩やかなものになった。

**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+1.4%（1～3月期同▲0.3%）と、2期ぶりの増加となった。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。

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、自動車や電気機械等でEV関連投資が活発化しているほか、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、設備投資は回復傾向にあるとみてよいだろう。

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。

**住宅投資はマイナス。民間在庫投資も需要の増加を受けてマイナス寄与**

他の民需では、住宅投資が前期比▲1.9%(1~3月期同▲1.4%)と4期連続で減少した。住宅着工は増加傾向で推移したが、建設工事費の上昇が下押し要因になった。

在庫投資の寄与度は▲0.4%Pt(1~3月期:+0.5%Pt)とマイナスになった。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。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。

民間需要全体では前期比+0.5%(1~3月期同+0.8%)と、3期連続のプラスになった。

**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+0.6%(1~3月期同▲0.3%)と3期ぶりのプラスになった。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+0.9%(1~3月期同▲3.2%)と6期ぶりに増加した。政府消費についても、ブースター接種の進展が一服した一方、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+0.4%)と2期連続で増加した。

**輸出はプラス。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。外需寄与度はニュートラル**

輸出は前期比+0.9%(1~3月期同+0.9%)と増加した。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ものの、6月の持ち直しによりプラスとなった。ただし、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不足の長期化が自動車を中心に下押しし、回復ペースは緩やかになっている(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

**GDPデフレーターはマイナスが継続。実質購買力の減少で経済の「体温」は低下**

**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、年率+2%台半ばのプラス成長を予想**

押しされているとみられる)。

輸入については、原油や食料品などが増加し、前期比+0.7% (1～3月期同+3.5%) と3期連続で増加した。

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▲0.5%Pt) と成長率に対してニュートラルであった。

資源高・円安を受けた輸入物価上昇により、GDPデフレーターは前年比▲0.4% (1～3月期同▲0.5%) と6期連続のマイナスになった。物価は経済の「体温計」と言われるが、コアCPIが伸びを高める一方で、GDPデフレーターからみれば、日本国民の実質的な購買力が低下することで日本経済はむしろ「体温」が冷え込んでいる状況と言える。

4～6月期の実質GDPが前年比+1.1%とプラスで推移したのに対し、実質GDI (国内総所得) は同▲1.5%と落ち込んでおり、その差の2.5%分だけ交易条件悪化により所得が海外に流出したことを意味する。

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プラス成長になった。

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た。日本全国でみた小売・娯楽モビリティは7月以降減少し、8月上旬時点でコロナ禍前比▲10%前後と、感染第6波に見舞われた1～3月期平均 (同▲12.1%) ほどの落ち込みには至っていないものの、4～6月期平均 (同▲7.1%) 対比では低水準で推移している。政府はこれまでのまん延防止等重点措置のような行動制限を実施していない一方 (帰省シーズンを前に一部地域がBA.5対策強化地域に指定されたが、事業者ならびに住民への注意喚起に主眼が置かれており、人出への影響は小さいとみられる)、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考えられる。

足元では全国ベースの新規感染者数はほぼ横ばいになっており、今後は減少傾向に転換する見込みである (地域別では関東が既に減少しており、その他の地域も間もなくピークアウトするとみられる)。感染先行指標である東京都の相談件数をみても減少傾向を維持しており、8月下旬以降、感染状況は改善に向かうとみられる。ただし、相談件数の減少ペースは緩やかであり、第6波と同様、第7波もピークアウト後の改善ペースは鈍いものになるだろう。

以上を踏まえれば、感染増に伴う行動慎重化で7～8月にかけての人出の減少が対人サービスなど個人消費の下押し要因になることは避けられないだろう。前述のとおりピークアウト後も感染者数が高止まりする懸念があることを踏まえれば、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。

加えて、物価高が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）が物価高の影響を一定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で、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、前述した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が引き続き下押し要因になり、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月期以降も政府の 観光支援策などを受けて 回復継続の見通し

10～12月期以降も経済活動は回復傾向を維持するだろう。賃金が伸び悩む中で（10月から最低賃金は前年比+3.3%と大幅に引き上げられるが、賃上げ対象となる労働者の割合を昨年並みの約6%とすると平均賃金の押し上げ効果は0.2%程度にとどまる）、物価高により実質賃金の前年比マイナス推移が継続することが個人消費の下押し要因になる一方、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

**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円台前半まで円安進展を予測**

**欧米の景気後退が先行きの下振れ要因。海外経済減速が輸出・設備投資を下押し**

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。

一方、生産については、電子部品・デバイスの生産計画が鈍化するなど、一部の業種・品目で調整圧力が強まる兆しがみられる。半導体はマイコンやロジックでは供給制約が継続する一方、メモリは在庫の増加傾向が続いており、世界的なPC・スマホ需要の一服が示唆される。年下期以降の生産は計画対比で下振れる可能性が高いだろう。

以上を踏まえ、海外経済の減速や交易条件の悪化、世界的な半導体市場の調整等が下押し要因になるものの、サービスを中心に経済活動が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受けて、ドル円相場は、2022年末にかけて1ドル＝140円台前半まで円安が進展する可能性が高いとみている（足元は米国の利上げ幅縮小観測や台湾有事リスクが意識されたこと等を受けてやや円高方向に振れたが、インフレ率を抑制するためには4～6月期米国GDPのマイナス幅程度の調整では不十分である。労働市場は引き続き逼迫しており、年下期の米国経済は緩やかな消費拡大や省力化投資でプラス成長が見込まれる。FRB（連邦準備制度理事会）の利上げは年内に中立金利を上回る水準まで続き、先行きも円安基調での推移が続くとみている）。

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。その点で、7月の雇用統計で賃金の加速感がみられたほか、住居費の高騰などを受けてコアCPI、コアサービスCPIが高止まりしていることは、先行きの米国景気のマイナス調整幅が大きくなり得るという点で懸念材料であろう。

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かった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きそうだ。

**【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。