

Q E 解説

2022年9月8日

年率+3.5%と1次速報から 上方修正 (4~6月期2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

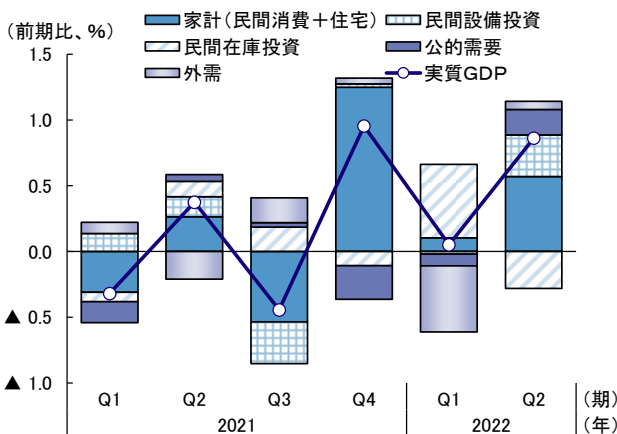
- 4~6月期の実質GDP (2次速報) は前期比+0.9% (年率+3.5%) と1次速報の前期比+0.5% (年率+2.2%) から上方修正。個人消費や設備投資、在庫投資等の内需の上振れが全体を押し上げ
- 感染第6波の収束に伴う個人消費の増加を主因に日本経済が回復傾向で推移したとの見方は変わらず。コロナ禍前の2019年平均対比▲1.6%の水準にとどまり、経済活動の正常化は依然として遠い
- 7~9月期は年率2%弱の成長を予測。上海ロックダウンの影響が和らぐ一方、感染第7波や物価高で個人消費は足踏みするほか、海外経済の減速も下押し要因になり、回復ペースは緩やかに

4~6月期の実質GDP (2次速報) は1次速報から上方修正

4~6月期の実質GDP成長率 (2次速報) は、前期比+0.9% (年率+3.5%) と、1次速報の年率+2.2%から上方修正となった (図表)。個人消費や設備投資、在庫投資等の内需の上振れが全体を押し上げた。

感染第6波の収束・経済活動制限の解除に伴い外食、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増加したほか、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が増加したこと等を受けて、日本経済が回復に向かったとの見方は変わらない。

図表 2022年4~6月期GDP (2次速報)



	2021 7~9	10~12	2022 1~3	4~6	1次QE
実質GDP	▲0.4	1.0	0.1	0.9	0.5
(前期比年率)	▲1.8	3.9	0.2	3.5	2.2
(前年比)	1.2	0.5	0.6	1.6	1.1
内需	▲0.6	0.9	0.6	0.8	0.5
(▲0.6)	(0.9)	(0.6)	(0.8)	(0.5)	
民需	▲0.9	1.6	0.9	0.8	0.5
(▲0.7)	(1.2)	(0.6)	(0.6)	(0.3)	(0.3)
個人消費	▲0.9	2.4	0.3	1.2	1.1
住宅投資	▲1.8	▲1.3	▲1.4	▲1.9	▲1.9
設備投資	▲2.0	0.2	▲0.1	2.0	1.4
在庫投資	(0.2)	(▲0.1)	(0.6)	(▲0.3)	(▲0.4)
公需	0.1	▲1.0	▲0.3	0.7	0.6
(0.0)	(▲0.3)	(▲0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
政府消費	1.1	▲0.3	0.4	0.7	0.5
公共投資	▲3.3	▲3.7	▲3.2	1.0	0.9
外需	(0.2)	(0.0)	(▲0.5)	(0.1)	(0.0)
輸出	0.0	0.6	0.9	0.9	0.9
輸入	▲1.1	0.4	3.5	0.6	0.7
名目GDP	▲0.4	0.4	0.4	0.6	0.3
GDPデフレーター(前年比)	▲1.1	▲1.3	▲0.5	▲0.3	▲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
 (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

民間需要は個人消費、設備投資、在庫投資の上振れで上方修正

需要項目別にみると、法人企業統計の結果などを受けて、4～6月期の設備投資は、前期比+2.0%と1次速報（同+1.4%）から上方修正がなされた。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の見方は変わらない。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。

民間在庫投資の実質GDP前期比に対する寄与度は▲0.3%Ptと、1次速報（同▲0.4%Pt）から上方修正がなされた。原材料・仕掛品在庫の上振れが全体を押し上げた。

そのほか、個人消費は前期比+1.2%と、1次速報（同+1.1%）から上方修正となった。耐久財、半耐久財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、先述したとおり感染第6波の収束・経済活動制限の解除に伴い対人サービスを中心に個人消費が回復したとの見方に変わりはない。

住宅投資は同▲1.9%で1次速報から変わらなかった。

上記のとおり個人消費、設備投資や在庫投資が上振れたことで、民間需要全体では前期比+0.8%と、1次速報（同+0.5%）から上方修正になった。

公共投資、政府消費の上振れにより公需は上方修正。輸入下振れで外需寄与度も上方修正

公共投資については、6月分の建設総合統計の発表を受け、前期比+1.0%と1次速報（同+0.9%）から小幅な上方修正がなされた。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った。政府消費についても、前期比+0.7%（1次速報同+0.5%）と上方修正された。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たとの見方は変わらない。公的需要全体では前期比+0.7%（1次速報同+0.6%）と、1次速報から上方修正となった。

外需は、輸出が前期比+0.9%で1次速報から変わらなかった一方、輸入が前期比+0.6%（1次速報同+0.7%）に下振れたことで、純輸出の寄与度は+0.1%Ptと1次速報（+0.0%Pt）から上方修正になった。輸出については、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。輸入については、原油や食料品などが増加した。

GDPの水準は2019年平均

以上のとおり4～6月期の実質GDP（2次速報値）は1次速報から上方修正がな

対比で▲1.6%低く、経済活動の正常化は依然として遠いとの見方は変わらず

7~9月期は感染第7波・物価高を受けて個人消費が足踏み。中国のロックダウンによる影響が緩和される一方、海外経済の減速等を受けて輸出も伸び悩み、年率+2%弱の緩やかな回復を予想

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、個人消費や設備投資の回復を主因として日本経済が回復に向かったことを再確認する結果と言ってよいだろう。

一方、コロナ禍前（2019年平均）対比でみると4~6月期の実質GDPの水準は▲1.6%低く、依然として低迷が続いている。経済活動の正常化は依然として遠いとの見方も変わらない。

7~9月期は、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、7/1~8/28の平均値はコロナ禍前比▲8.1%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▲7.2%）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、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たと考えられる。

足元の新規感染者数は急激に減少しており、9月の人出は回復が見込まれるものの、7~8月にかけての人出の減少が7~9月期の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。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&テクノロジーによる季節調整値）の推移をみると、8月前半の対人サービス消費は外食や宿泊を中心に7月から▲3%減少している。お盆期間の交通機関利用者数（JR・航空（国内線）計）をみてもコロナ禍前比66%（GWは同75%）と、3年ぶりの行動制限がない夏となった中で期待外れの結果である。

加えて、物価高が引き続き個人消費の回復を阻害する要因になる見込みだ。名目賃金はプラスで推移しているものの物価の伸びが上回り、足元の実質賃金は前年比マイナス幅が拡大傾向で推移している（サンプル替え等を踏まえた断層調整済みの実質賃金は7月で前年比▲1.7%）。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2021年度末時点で50兆円超）が物価高の影響をある程度和らげると期待され、個人消費が腰折れするまでには至らないとみているが、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ー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。内閣府「消費動向調査」で8月の消費者態度指数を収入階級別にみると、高所得層が大きく改善した一方、中低所得層の戻

**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。海外
経済減速、半導体市場の
調整等が下押し要因に**

りは鈍く、物価高がマインド改善の足かせになっている様子が見えてくる。低所得者層を中心に生活必需品以外の支出削減を余儀なくされる状況が続く、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、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、ばん回生産は限定的で回復ペースは緩やかになるとみている（半導体不足を中心とした下押し要因による自動車減産を受けて、7～9月期のGDPは▲0.2%程度押し下げられると試算している）。

以上を踏まえ、現時点で7～9月期は年率+2%弱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。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、電子部品・デバイスの生産が減少し、出荷・在庫バランスも大幅なマイナスで推移するなど、生産活動では一部の業種・品目で調整圧力が強まっている。古いラインで製造される旧世代の半導体（仕様も特殊であるためメーカーが限られることに加え、追加の装置調達が難しい）を中心に車載向け半導体は2023年にかけて供給制約が継続することが見込まれる（自動車メ

コアCPI前年比は+3%台に到達する可能性も高まる。政府は9月9日に物価高対策を策定予定。低所得者支援の拡充は妥当

ーカーは設計変更等により対応するも最適化には時間を要する) 一方、海外経済減速や巣ごもり需要の一服等に伴いスマホ・PC向け等の需要が減少し、メモリを中心に世界半導体売上高は減速感を強めている。需給軟化に伴う単価下落、調達抑制による出荷数量減少を受けて2023年の世界半導体売上高は前年比マイナスとなる公算が大きいとみている。今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。

以上のように、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一方、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%とプラス成長を維持すると予測している。

なお、2022年内のコアCPI前年比は引き続き伸びを高める見通しだ。内外金利差の拡大、経常収支の悪化、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円台での推移が続く公算だ(一時的に1ドル=150円を試す展開もありうるだろう)。仕入価格が高騰する中、これまで価格転嫁を控えてきた企業においても、値上げ・再値上げに踏み切らざるを得なくなる動きが今後も広がっていくとみられる。飲食料品に加え、耐久財や火災保険料など幅広い品目で値上げの動きが継続することに加え、昨年の通信料値下げの影響の剥落も重なり、10~12月期にはコアCPI前年比が+3%台に達する可能性も十分に考えられる。

こうした中、政府は9月9日に物価高対策を取りまとめる見通しだ。①小麦の政府受渡価格の据え置き等の食料品価格対策、②燃料油価格の激変緩和措置の10月以降延長(補助金の上限額は段階的に縮小)等のエネルギー価格対策、③地方の実情に応じた支援を行うための地方創生臨時交付金の増額が柱となり、財源としては2022年度予算の予備費の活用が想定されている。燃料油価格の激変緩和措置が10月以降も延長されることでガソリン価格が1リットルあたり(自然体では190円台での推移が見込まれるところ)170円前後に抑制されるなど、政府の物価高対策により2022年度コアCPI前年比は▲0.5%Pt程度下押しされることが見込まれる。加えて、住民税非課税世帯に対しては1世帯当たり5万円の給付措置が講じられる見通しだ。

みずほリサーチ&テクノロジーズは、燃料油価格の激変緩和措置の延長や小麦の政府受渡価格の据え置きによる支出抑制効果(2022年度で約2万円の支出負担軽減)を考慮しても、食料品、エネルギー(ガソリン代・電気代)、家具・家事用品(ルームエアコンやテレビ、ソファやベッド等)の値上げを受けて2022年度の家計の支出負担は8万円程度増加すると試算している。特に収入対比でみた打撃が大きい低所得世帯を対象を絞って給付措置を拡充

**2023年にかけて欧米の景
気後退が下振れ要因に。
輸出・設備投資を下押し**

することは家計の生活支援策として妥当と言えるだろう（住民税非課税世帯への給付による2022年度GDPの押し上げ効果は+0.1%程度と限定的だが本政策は困窮対策としての位置づけとして理解できる）。

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（連邦準備制度理事会）は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年前半には景気後退入りする可能性が高い。7月個人消費支出（PCE）デフレーターは前月比▲0.1%とピークアウト感が出てきているものの、FRBの物価目標から大きく乖離している状況に変わりはなく、パウエル議長もインフレ抑制が最優先と明言している。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。ガस्पロムは設備機器の不具合を理由にノルドストリーム1（NS-1）のガス供給停止を継続しており、G7によるロシア産原油価格上限設定への対抗措置とみられることから供給停止は長期化する可能性が高い（NS-1のガス流量が戻らなければロシアからEU向けガス流量は従来比2割にとどまる格好だ）。ロシアはガス供給継続を示唆しているが、供給途絶懸念を織り込む形で欧州ガス価格は高騰している。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ため、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、2022～23年の世界経済は2%台の低成長にとどまると予測している。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。

これまでの日本経済はサービス業（個人消費・インバウンド需要）が低迷する一方で製造業（財輸出）が回復をけん引する構図であったが、先行きは逆に対人サービス消費・インバウンド需要の増加に伴いサービス業の業況が回復する一方で、海外経済減速や半導体市場の調整を受けて製造業が苦境に立たされることになる。特に海外経済の下振れリスクについては不確実性が大きく、注意を要する状況が続きそうだ。

【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。