

個人消費の回復を示唆した1-3月期 GDP

フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一

1. 1-3月期 GDP は2期ぶりのマイナスに

1-3月期の日本の実質 GDP 成長率は前期比▲0.2% (年率換算：▲1.0%) と、2四半期ぶりにマイナスに転じた。事前の市場予想 (前期比▲0.4%、年率換算▲1.8%、当社予想も同じ) を小幅上回った (図表1、2)。まん延防止等重点措置が全国的に拡大していた時期だったことから、当研究所は民間最終消費支出の大きめのマイナス寄与を予想していたが、意外にもほぼ横ばいだった。新規感染者数の減少に伴い、まん延防止等重点措置の終了前からすでに個人消費が回復に向かっていた実態を反映したと考えられる。

最もマイナス寄与度が大きかった需要項目は、公的固定資本形成 (前期比▲3.6%、寄与度▲0.2%) であった。これで5四半期連続のマイナスで、直近4四半期は年率で二桁のマイナスが続いている。公共工事の予算自体は毎年ほぼ同額が確保されているが、後述するように、震災復興関連工事や、西日本豪雨関連の復旧工事がピークアウトした影響とみられる。

逆にプラス寄与度の大きかった需要項目は、民間在庫 (寄与度+0.2%) と輸出 (前期比+1.1%、寄与度+0.2%) であった。他には、需要項目ではないが、輸入 (前期比+3.4%、寄与度▲0.6%) が大きく伸びたことも、寄与度のうえではマイナスに働いた。最終需要が前期比▲0.5%と冴えなかったにもかかわらず、輸入が大きく伸びたのは不自然だが、東南アジア等におけるオミクロン株流行で滞っていた部品輸入が、年明け以降、持ち直しつつある様子を反映している可能性がある。在庫の増加も、輸入品が在庫として一時的に積み上がっている姿を表しているかもしれない。

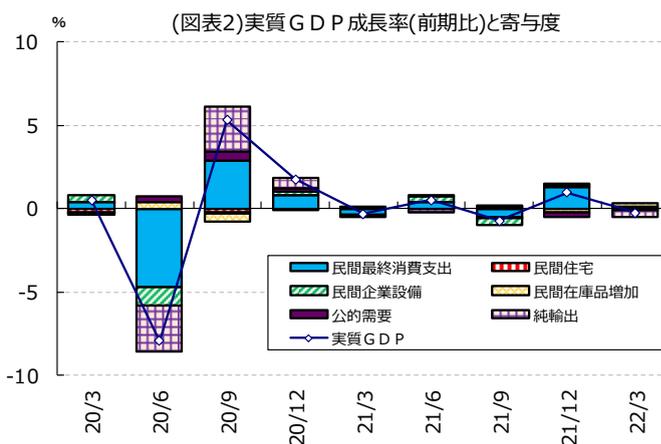
2. 大幅マイナスとはならなかった個人消費

需要項目別にやや詳しく見ると、民間最終消費支出は前述のとおり前期比▲0.0% (年率換算：▲0.1%) でほぼ横ばいだった。

(図表1) 当研究所の実質 GDP 成長率予測と実績

(前期比, %)	当研究所予想		実績	
	2022年1-3月期		2022年1-3月期	
		寄与度		寄与度
実質 GDP	-0.4	-	-0.2	-
前期比年率	-1.8	-	-1.0	-
民間最終消費支出	-0.7	-0.4	-0.0	-0.0
民間住宅投資	-0.7	-0.0	-1.1	-0.0
民間設備投資	0.6	0.1	0.5	0.1
政府最終消費支出	0.6	0.1	0.6	0.1
公的固定資本形成	-3.0	-0.1	-3.6	-0.2
民間在庫品増加(寄与度)	-	0.1	-	0.2
純輸出(寄与度)	-	-0.2	-	-0.4
財貨・サービスの輸出	1.8	0.3	1.1	0.2
財貨・サービスの輸入	3.1	-0.6	3.4	-0.6
名目 GDP	-0.0	-	0.1	-
前期比年率	-0.2	-	0.4	-
GDPデフレーター(前年同期比)	-1.0	-	-0.4	-

(出所) 内閣府公表資料より明治安田総研作成



(出所) 内閣府「四半期別 GDP 速報」

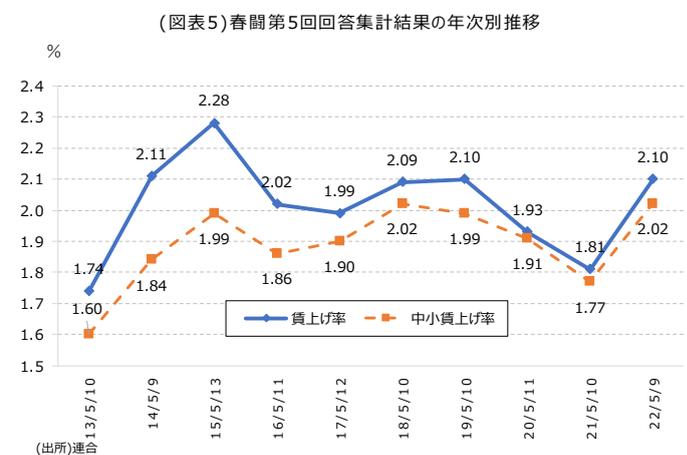
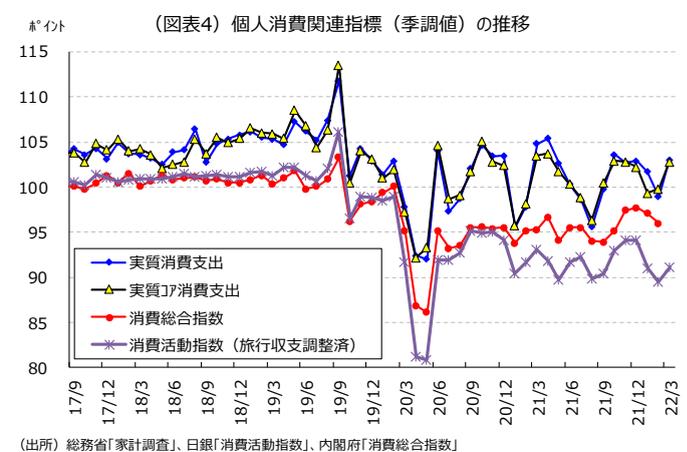
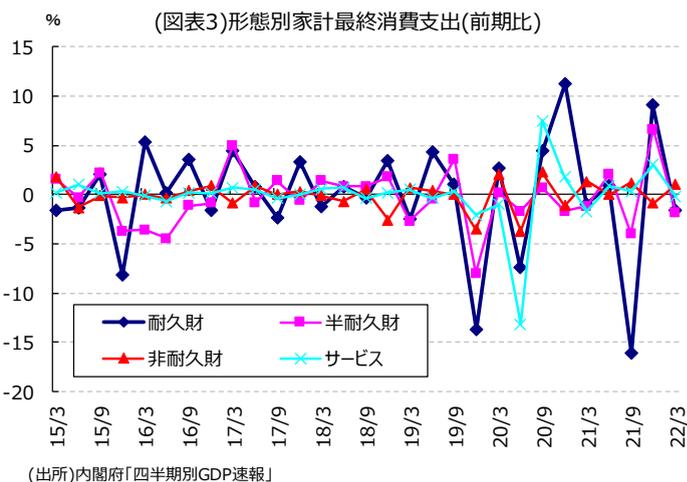
形態別国内家計最終消費支出を見ると（図表3）、耐久財が同▲1.6%（GDPへの寄与度：▲0.1%）、半耐久財が同▲1.8%（同▲0.1%）、非耐久財が同+1.0%（同+0.2%）、サービスが同▲0.2%（同▲0.1%）という結果で、概ね小動きだった。まん延防止等重点措置が全国的に拡大するなかで、飲食・宿泊業などの対面サービス産業を中心に消費が落ち込む展開が予想されたが、サービス消費のマイナス幅はさほど大きく拡大しなかった。

月次で発表される主要個人消費統計からは、3月に入り、個人消費が持ち直した様子が確認できる。家計調査における3月の季節調整済実質消費支出（二人以上の世帯）は、前月比+4.1%と、3ヵ月ぶりのプラスとなった（図表4）。過去2ヵ月分のマイナスを取り戻すプラス幅で、まん延防止等重点措置発動前の12月の水準を取り戻した。経産省が発表している同月の小売業販売額（季調値）も前月比+2.0%と、4ヵ月ぶりのプラスであった。まん延防止等重点措置が解除されたのは3月21日だが、新規感染者数の減少に伴い、2月後半以降、すでに人流が回復傾向にあったことを反映した結果と考えられる。

個人消費は、当面、強弱材料の綱引きが続くが、短期的にはpent-up demand（繰越需要）の勢いが、他のマイナス要素を上回る可能性が高い。今年のGWは長期休暇が取りやすい日並びとなったことに加え、まん延防止等重点措置が全面解除された直後だったということもあって、国内旅行客は前年比で6~7割増加したと伝えられている。いずれGo To Travelキャンペーンが再開されれば、鬱積していた旅行需要がさらに活発化する展開も期待できよう。

賃上げ率が、低水準ながらも2年ぶりに2%台を回復しそうな点も追い風となる（図表5）。2021年度の企業業績が大きく改善するなかで、大企業の賃上げ余力は着実に拡大している。政府の賃上げ促進税制も、過大な期待は禁物にしても、あと少しで税額控除の条件に該当する企業の背中をひと押しする効果はありそうである。賞与も改善が見込まれ、所得面からの消費下支えが期待できる。

ただ、懸念されるのはやはり物価上昇である。コアCPI（前年比+0.8%）とコアコアCPI（同▲0.7%）の差で表されるエネルギー価格の個人消費への下押し圧力は、3月時点で▲1.5%と高止まりしている（図表6）。エネルギー価格は、今後のウクライナ情勢次第で落ち着く可能性もあるが、今後じわじわ現れるのが円安の影響である。身の回り品からブランド物まで、影響は多岐にわたる。また、4月に約17%上がった小麦の政府売渡価格は、このままであれば、次回10月はより大きく上がる可能性が高い。数ヵ月から半年程度の時間差を置いて、各種



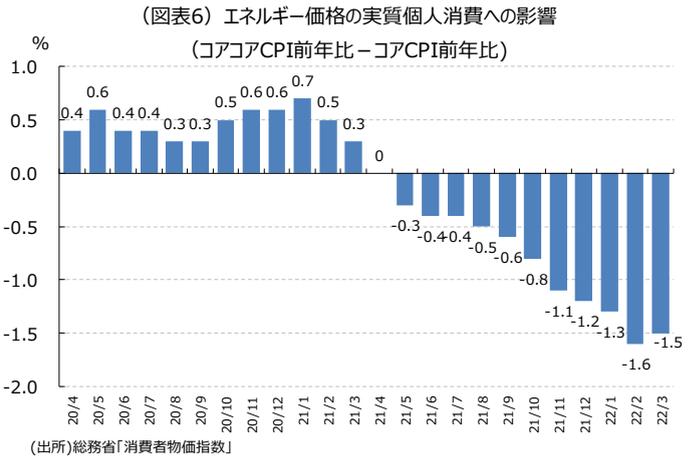
の小売価格に転嫁されることを考えると、物価高は少なくともあと1年程度、個人消費の下押し圧力になり続けると考えられる。ペントアップデマンドの勢い持続が期待できるのはせいぜい夏場までであり、それ以降、年末にかけての個人消費は再び息切れ気味の推移をたどる可能性が懸念される。

3. 住宅投資は軟調

民間住宅投資は前期比▲1.1%（年率換算：▲4.3%）と3四半期連続のマイナスとなった。もともと終了予定だった住宅ローン減税の特例措置（2022年度税制改正で延長）の駆け込み需要が昨年の夏場に一巡した影響が残っているのに加え、外出自粛による販売センターへの出足減少、建設資材価格の上昇等が影響したと考えられる。

4月の日銀地域経済報告（さくらレポート）を見ると、住宅投資の判断は、9地域中4地域で下方修正、1地域で小幅上方修正となった。1月は全9地域で「持ち直し」との表現が用いられていたが、今回は4地域で消えており、年明け以降の住宅投資が軟化した姿を反映している。企業からは、「マンション販売については、感染拡大の影響によるモデルルームへの来場客数の減少から、契約数が落ち込んでいるほか、足もとの資材や土地仕入費の上昇を受けて販売価格が高騰しており、買い手が付いてこなくなっている（名古屋）」と、コロナや諸費用上昇の影響を指摘する声が上がっている。一方で、「持家は、住宅ローン減税特例措置の再開の様子見してか受注は弱い状態が続いているものの、新設された「こどもみらい住宅支援事業」の利用は相応にみられており、住宅購入意欲は大きく削がれていない（神戸<大阪>）」など、政府の政策が下支えになっているとの声もある。

住宅ローンの控除期間延長（10年→13年）等の特例措置は、2022年度の税制改正で、2025年度まで4年間延長されることが決定している（図表7）。また、こどもみらい住宅支援事業とは、子育て世帯又は若者夫婦世帯による省エネ住宅の取得、改修に補助するというものである。2021年度補正予算で542億円、2022年度予算で600億円（予備費）が手当てされている（図表8）。申請期限も2022年9月末から、2023年3月末へと延長された。予算の規模と



(図表7) 2022年度税制改正における住宅ローン減税の延長

入居年	2021年 (含特例措置)	2022・ 2023年	2024・ 2025年		
控除率	1.0%	0.7%			
借入限度額	新築住宅・買取再販	長期優良住宅・低炭素住宅	5000万円	4500万円	
		ZEH水準省エネ住宅	4000万円	4500万円	3500万円
		省エネ基準適合住宅		4000万円	3000万円
		その他の住宅		3000万円	0円(注1)
控除期間	既存住宅	長期優良住宅・低炭素住宅	4000万円 (消費税非課税取得は2000万円)	3000万円	
		ZEH水準省エネ住宅			
		省エネ基準適合住宅			
		その他の住宅			2000万円
控除期間	新築住宅・買取再販	13年	13年(注2)		
控除期間	既存住宅		10年		
所得要件(年収)		3000万円	2000万円		
床面積要件		50㎡(新築の場合、2023年までに建築確認:40㎡(所得要件1000万円))			

(注1) 2023年までに新築の建築確認がされている場合2000万円
(注2) 「その他の住宅」は、2024年以降の入居の場合、10年
(出所) 国土交通省「令和4年度国土交通省税制改正概要」等より明治安田総研作成

(図表8) こどもみらい住宅支援事業の概要

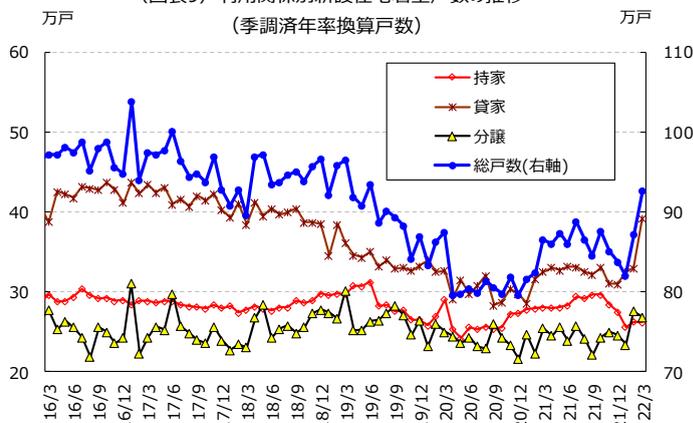
	対象住宅・工事	補助額
子育て世帯・若者夫婦世帯による住宅の新築	①ZEH、Nearly ZEH、ZEH Ready 又は ZEH Oriented (強化外皮基準かつ再エネを除く一次エネルギー消費量から▲20%に適合するもの)	100万円/戸
	②高い省エネ性能等を有する住宅 (認定長期優良住宅、認定低炭素住宅、性能向上計画認定住宅)	80万円/戸
	③一定の省エネ性能を有する住宅 (断熱等級4かつ一次エネルギー等級4を満たす住宅)	60万円/戸
住宅のリフォーム	①(必須) 住宅の省エネ改修	工事内容で定める額 上限30万円/戸 (子育て世帯・若者夫婦世帯は45万円、既存住宅購入を伴う場合は60万円)
	②(任意) 住宅の子育て対応改修、耐震改修、バリアフリー改修、空気清浄機能・換気機能付きエアコン設置工事等	

(出所) 国交省公表資料より明治安田総研作成

しては大きくないが、さくらレポートのアンケートを見ても、住宅投資の一定の呼び水となる効果は期待できそうである。日本の住宅取得支援策はいろいろ形を変えながらも、過去数十年にわたり延々と続いているのが実態である。支援策終了に伴う「住宅投資の崖」のような問題は今後も生じないとみてよいだろう。

月次の住宅着工統計を見ると、昨年後半以降、軟調な推移が続いたが、今年に入り、2、3月と持ち直している様子が見て取れる(図表9)。4-6月期の住宅投資は回復が見込まれるが、来年にかけては、住宅ローン金利の動向が新たなリスクとなる。ポスト黒田体制で、日銀が比較的早期にイールドカーブコントロール(YCC)の枠組み修正に動くようであれば、金利が予想以上に上昇し、2023年度の住宅投資を押し下げる可能性もなくはない。すでに、所得の伸び悩みと金利の下げ止まりで、家計の資金調達能力が伸びていないのに対し、マンション中心に物件の値上がりが続いていることが住宅投資の抑制要因となっている。2023年度末までの住宅投資は均せば停滞気味の推移を予想する。

(図表9) 利用関係別新設住宅着工戸数の推移
(季調済年率換算戸数)



(出所) 国土交通省「住宅着工統計」

4. 設備投資は業績回復が支えに

民間企業設備投資は前期比+0.5% (年率換算: +1.9%) と、2四半期連続のプラスとなった。オミクロン株の感染拡大による東南アジアからの部品調達難が足を引っ張ったものの、DX (デジタルトランスフォーメーション) や脱炭素関連の投資需要が引き続き堅調だったことが下支えとなった。

マクロの企業収益は回復している。10-12月期法人企業統計における全産業の経常利益は前期比+17.4% (7-9月期: 同▲7.0%) と、2四半期ぶりの増益となった(図表10)。製造業は同+9.5% (同▲7.7%) で2四半期ぶりの増益、非製造業は同+22.9% (同▲6.4%) で3四半期ぶりの増益となり、非製造業が2割以上の増益となったことが全体をけん引している。

日銀短観における2022年度の設備投資計画(全規模・全産業ベース)は、前年度比+0.8%となった(図表11)。昨年3月時点での2021年度計画は同+0.5%で、同時期の現行統計が遡れる2006年3月以降、初めてのプラス圏でのスタートだったが、それを小幅上回る堅調なスタートとなっている。

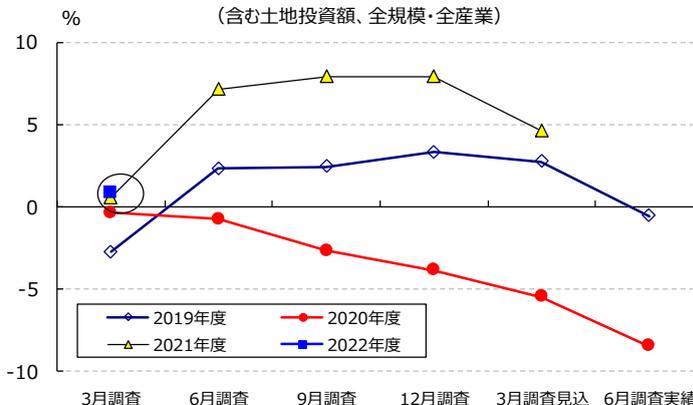
生産・営業用設備判断DIも、均せば改善傾向が続いている(図表12)。全規模・全産業(12月: ±0 →3月: ±0、差: ±0)、大企業・製造業(±0 →▲2、▲2)、大企業・非製造業(+1 → ±0、▲1)といった形で、全規

(図表10) 経常利益の推移 (季節調整済前期比)



(出所) 財務省「法人企業統計」

(図表11) 設備投資計画 (前年度比)
(含む土地投資額、全規模・全産業)

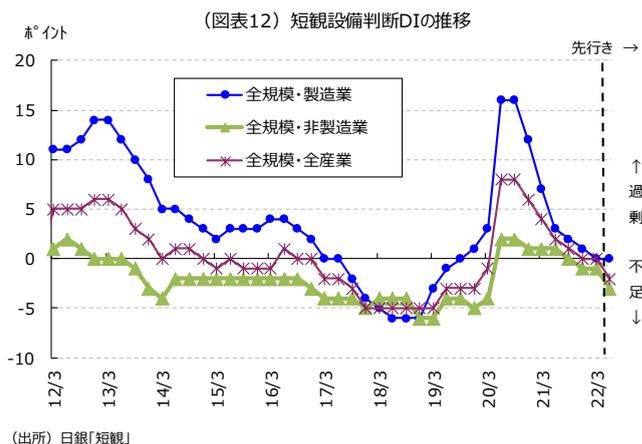


(出所) 日銀「短観」

模・全産業ベースは横ばいだが、大企業では不足感が高まっている（低下なら不足方向、上昇なら過剰方向）。全規模・全産業ベースも先行き DI は▲2 と、2年3ヵ月ぶりに不足超に転じる見通しとなっている。

日本の設備投資の増減は、短期的には外需に左右される傾向が強い。この点、中国経済の急減速は痛手だが、米国景気は今のところ堅調である。円安の進行も設備投資の回復を一定程度後押しするだろう。当研究所の経済モデル (OEGM) では、円/ドルレートが年間を通じて 115 円/ドルで推移した場合をベースラインとし、120 円/ドルまで円安が進んだとすると、年間の実質設備投資を+0.38%押し上げる。125 円/ドルの場合は+0.74%、130 円/ドルの場合は+1.08%である。円安の進行にはメリットもデメリットもあるが、日本経済をけん引するグローバル企業の経済活動には総じてプラスに働く。

国策ともいえる脱炭素関連投資は、多少の業況の振れにかかわらず継続的な実施が求められる。ホテルや飲食店等の新設需要や、航空機や鉄道車両等の更新需要はしばらく低迷を余儀なくされるとみられるものの、来年にかけての設備投資は、外需、DX、脱炭素等をけん引役に、緩やかな回復基調が続くと予想する。



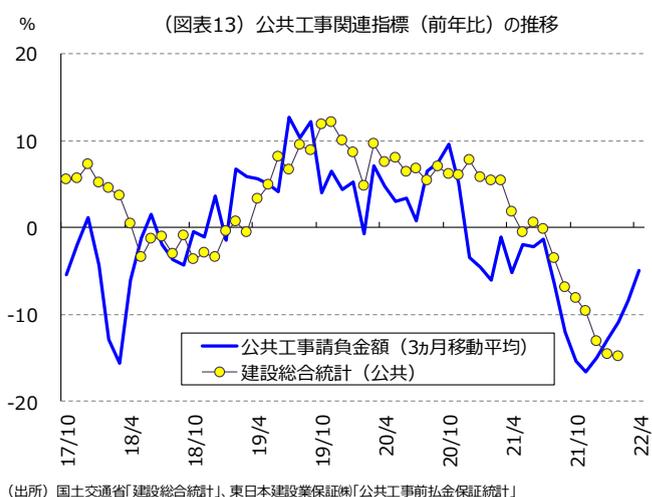
5. 公共投資は予想外の不振

公的固定資本形成は前期比▲3.6%（年率換算：▲13.6%）と、5四半期連続のマイナスとなった。直近4四半期は年率で二桁のマイナスが続いている。

4月のさくらレポートでは、公共投資の判断は、9地域中3地域で下方修正されている。5地域で依然「高水準」、「高めの水準」との表現が用いられているものの、増加しているとした地域はなく、5地域で「減少」、「弱い」、「弱め」との表現が用いられている。アンケートでは、「震災復興関連工事を中心に、受注量は大幅に減少（仙台）」、「西日本豪雨関連の復旧工事などが一巡（松山）」等、災害復旧関連の工事の一巡を指摘する声が上がっている。一方で、「国土強靱化関連を中心に公共工事の受注は高水準で推移（釧路）」、「高規格幹線道路工事、国土強靱化関連工事などの大型案件が同時進行していることから、手持ち工事量は高水準（金沢）」等、引き続き国土強靱化関連が高水準で推移しているとの声も多く上がっている。

このまま公共投資が失速する可能性は低い。2022年度予算では、前年度予算対比で同程度の公共事業関係費が確保されている（6兆575億円）。当初予算段階での公共事業関係費は、ここ8年間約6.0兆円～6.1兆円の間で推移しており、ほとんど変わらない。また、2021年度の補正予算では2兆19億円が計上されている。2020年度補正が2兆4,610億円だったことを考えれば、前年度の補正含みでは減少することになるが、繰り越し分を加えれば10兆円前後で、2021年度とやはり同程度である。

2022年度は、単年度主義の弊害是正に向け、国庫債務負担行為を新規に約2.1兆円設定、施工時期の平準化・施工の効率化を図るなど、質の面での工夫もなされている。国土強靱化計画が5ヵ年計画として組み込まれているなか、今後も公共事業関係費の予算は少なくとも前年と同水準のレベルが確保される可能性が高い。公共投資



の先行指標である公共工事請負金額はここへきて持ち直している（図表13）。2023年度までの公共投資は、均せば横ばい圏内の推移が続くと予想する。

政府最終消費支出は前期比+0.6%（年率換算：+2.4%）と、2四半期ぶりのプラスとなった。ブースター接種の加速や、新規感染者数の減少に伴う受診控えの解消等が下支えになったと考えられる。2023年度までを均してみればほぼ横ばい圏の動きとなる可能性が高い。

6. 輸出に景気のけん引役は期待できず

輸出は前期比+1.1%（年率換算：+4.7%）と2四半期連続のプラスとなった。中国向けの減速を、欧米向けの回復がカバーした形である。

財務省から発表された3月の貿易統計によると、輸出の実勢を示す数量指数は前年比▲1.4%と、2ヵ月ぶりにマイナスとなった（図表14）。主要相手国・地域別に見ると、米国向けが同+11.7%と7ヵ月ぶりに二桁の伸びを記録したほか、EU向けも同+7.7%と13ヵ月連続でプラスとなった。反面、中国向けは同▲13.0%と2ヵ月ぶりに大幅マイナスになった（図表15）。3月上旬以降のコロナ感染再拡大に伴い、上海などでロックダウンが実施された影響と考えられる。

中国景気は、ゼロコロナポリシーと不動産市場の低迷が続くなか、今後も低空飛行が続く可能性が高い。秋の共産党大会を控え、追加景気対策は期待できるものの、失速を防ぐ程度の規模にとどまるだろう。2023年にかけても、中国向け輸出は低迷を予想する。

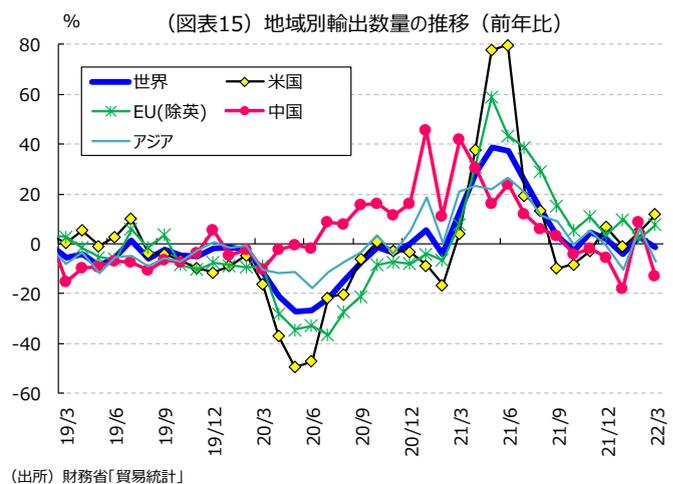
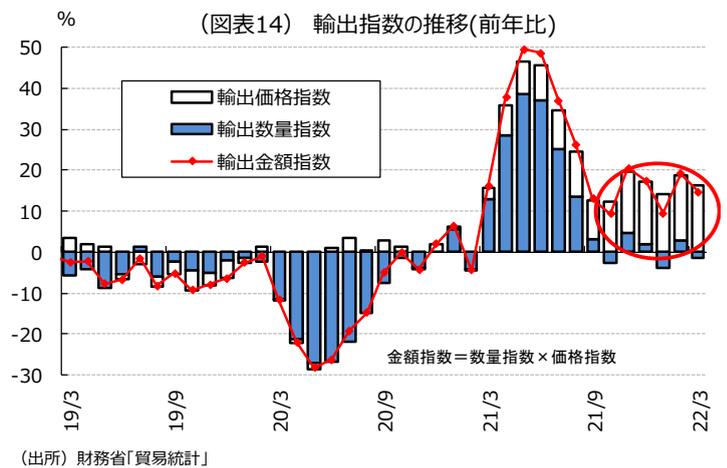
欧州では、ロシアに絡んだ地政学リスクの影響を受けやすい状況が続くものの、景気は緩やかな回復傾向を維持すると考えられ、年後半の欧州向け輸出は緩やかな回復を見込む。

米国経済は、供給制約の緩和と利上げの進展に伴い、2023年にかけてインフレ圧力が緩和、ソフトランディングが見えてこよう。米国向けの輸出は底堅い推移を予想する。輸出全体では、中国向けの不振を米国向けがカバーする形で、2023年度まで緩やかな回復が続くと予想する。

7. 4-6月期は高めの成長も、夏場以降は鈍化へ

ウクライナ情勢の先行きは依然として不確実性が高い。EUがエネルギー関連取引に制裁の幅を広げてきたことで、年後半にかけ、原油や天然ガスの価格が再び高騰するリスクは残る。ただ、他の西側諸国を含め、エネルギー価格の安定には細心の注意を払ったうえで制裁に取り組んでいる。これがある程度奏功することを前提とした場合、2022年の後半にかけ、世界経済は徐々に安定に向かう展開が期待できる。

日本経済は、個人消費の反動増が4-6月期の景気をけん引するが、その勢いは、エネルギーや食品価格の上昇で一部相殺されよう。物価上昇は年度を通じ個人消費の圧迫要因になると考えられる。好業績を背景に、賃上げ率は2年ぶりの2%台に回復するものの、中小企業まで広がりやを欠く状況は変わらず、個人消費を大きく押し



上げるには力不足の状態が続くだろう。中国経済の低迷が続くなか、輸出にも景気のけん引役は期待できない。反動増が一巡する夏場以降、成長率は潜在成長率にさや寄せされる形で再び鈍化に向かうと予想する。ただ、2023年度にかけても景気回復基調は維持されるというのがメインシナリオである。

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●照会先● 株式会社 明治安田総合研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北3-2-11 TEL03-6261-6411