

2022. 8. 15

【日本 GDP (22 年 4-6 月期)】

個人消費が反動増も先行きに暗雲 ～物価高と米景気の動向が懸念材料に～

フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一

1. 4-6 月期 GDP は予想通り堅調

4-6 月期の日本の実質 GDP 成長率は前期比+0.5% (年率換算：+2.2%) と、3 四半期連続のプラスとなった (図表 1、2)。事前の市場予想 (前期比+0.7%、年率換算+2.6%、当社予想は同+0.6%、+2.5%) を小幅下回った。民間最終消費支出が前期比+1.1% (寄与度：+0.6%) と大きく伸び、全体をけん引した。まん延防止等重点措置が 3 月 21 日に終了し、飲食・宿泊等の対面サービス関連消費の反動増が顕在化した時期に当たっていたことから、個人消費の高い伸びは広く予想されていた。民間最終消費支出の寄与度だけで、全体の伸びを上回る。

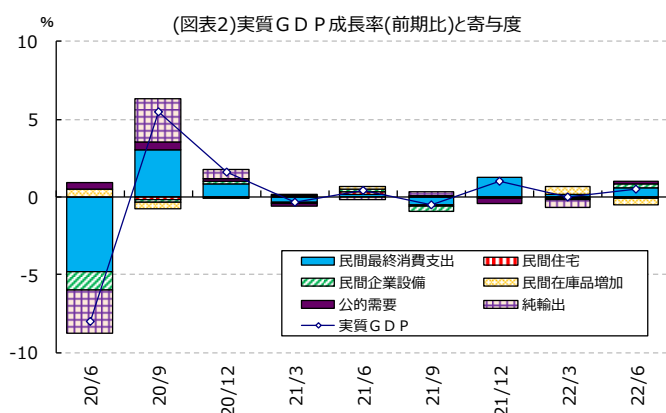
逆に最もマイナス寄与度が大きかった需要項目は、民間在庫変動 (寄与度：▲0.4%) であった。水準自体は 0.7 兆円とプラスで、在庫残高は増えているが、増加幅が 1-3 月期の+2.9 兆円から大きく減少したことが、マイナス寄与につながった。上海のロックダウンに伴う中国からの輸入減が影響している可能性があるが、在庫変動はもともと振れが大きい。実質 GDP から、民間・公的在庫変動を除いた最終需要は同+1.0%の高い伸びとなっており、こちらが景気の実勢をよりの確に表わしている。

他の主要需要項目を見ると、まず、民間住宅は、首都圏のマンション販売の鈍化の影響などから前期比▲1.9% (寄与度：▲0.1%) と、4 四半期連続のマイナスとなった。民間企業設備は、DX (デジタルトランスフォーメーション) や GX (グリーントランスフォーメーション) 関連の堅調な投資需要に支えられて同+1.4% (同+0.2%) と、2 四半期ぶりのプラスとなった。公的固定資本形成は、2021 年度補正予算に盛り込まれた国土強靱化関連の防災・減災工事や災害復旧工事が進捗したことで、同+0.9% (同+0.0%) と 6 四半期ぶり

(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4-6月期	寄与度	2022年4-6月期	寄与度
実質 GDP	0.6	-	0.5	-
前期比年率	2.5	-	2.2	-
民間最終消費支出	1.1	0.6	1.1	0.6
民間住宅投資	-0.9	-0.0	-1.9	-0.1
民間設備投資	0.8	0.1	1.4	0.2
政府最終消費支出	0.3	0.1	0.5	0.1
公的固定資本形成	2.1	0.1	0.9	0.0
民間在庫品増加(寄与度)	-	-0.2	-	-0.4
純輸出(寄与度)	-	-0.0	-	0.0
財貨・サービスの輸出	-0.2	-0.0	0.9	0.2
財貨・サービスの輸入	0.1	-0.0	0.7	-0.1
名目 GDP	0.2	-	0.3	-
前期比年率	0.9	-	1.1	-
GDP デフレーター(前年同期比)	-0.9	-	-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」

のプラスとなった。政府最終消費支出は、ワクチンの3回目接種が進展したことなどから、同+0.5%（同+0.1%）と、2四半期連続でプラスになった。輸出は、上海ロックダウンがあったなかでも、中国以外の他地域向けがカバーする形で同+0.9%（同+0.2%）と伸びた。内外需別の寄与度は、内需が+0.5%、外需（純輸出）が+0.0%となった。

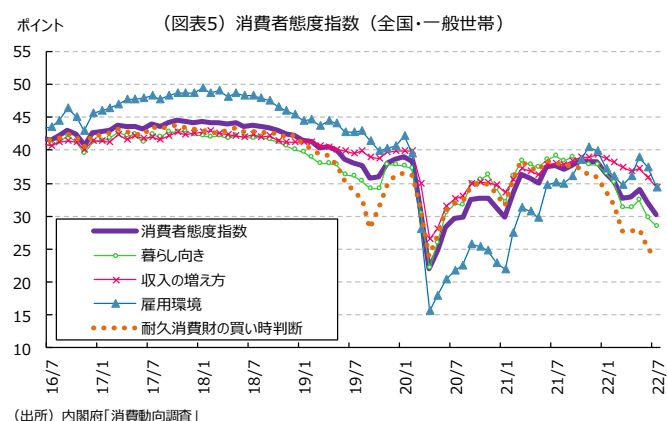
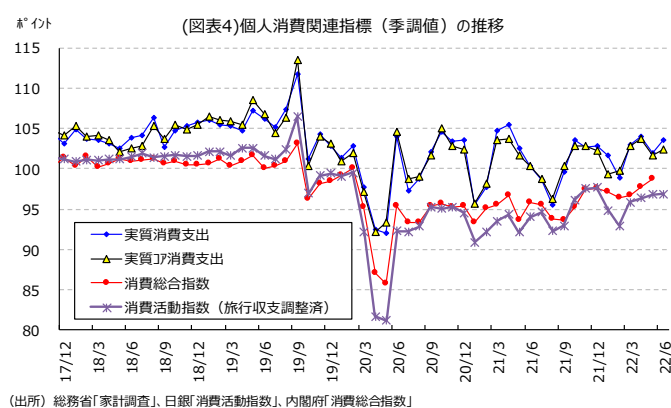
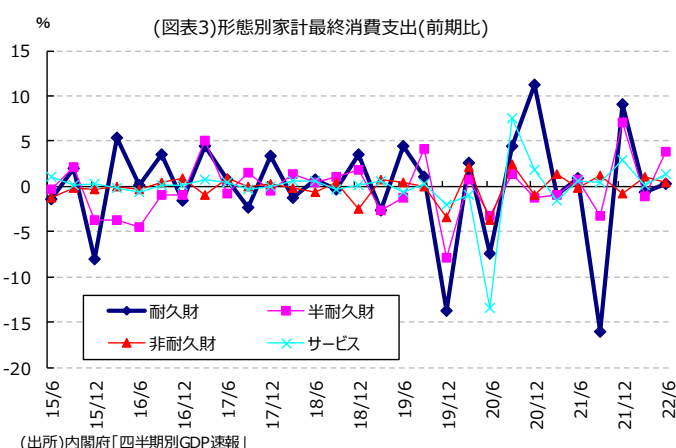
2021年度通年の実質GDPの伸びは、前年比+2.3%となった。高めの伸びではあるが、2020年度の同▲4.5%を半分程度取り戻すにとどまった。また、4-6月期の実質GDPの実額は、コロナ禍直前の2019年10-12月期の水準をついに上回った。ようやくという感じではあるが、2019年10-12月期は、消費増税の影響でGDPが大きく落ち込んだ時期であり、諸外国に比しハードルが低い。その前の2019年7-9月期との比較ではまだ▲2.7%下回っている。

2. 反動増一巡後の個人消費は失速か

4-6月期の形態別国内家計最終消費支出を見ると（図表3）、耐久財が前期比+0.3%（GDPへの寄与度：+0.0%）、半耐久財が同+3.9%（同+0.1%）、非耐久財が同+0.4%（同+0.1%）、サービスが同+1.4%（同+0.4%）といずれも伸びている。寄与度ベースではサービスが国内家計最終消費支出全体の約3分の2を占める。半耐久財の伸びも比較的大きいが、日本百貨店協会が6月の百貨店売上公表時に、「月後半の記録的に早い梅雨明け等に伴い、夏物衣料や服飾雑貨、UVケア商品が動いた」と述べているところにヒントがありそうである。

月次で発表される主要個人消費統計からは、個人消費の反動増的な動きが、足元では息切れしつつある様子がうかがえる。総務省の家計調査における、季節調整済実質消費支出（二人以上の世帯）の推移を追うと、2月後半以降の人流回復傾向を受けて、3月に前月比+4.1%と大きく伸びた後、4月も同+1.0%と続伸したが、5月は同▲1.9%と早くもマイナス、6月は同+1.5%とプラスに回帰したもの、5月のマイナスを取り戻すには至らなかった（図表4）。6月の指数の水準は103.5で、3月をわずかに0.5ポイント上回るにとどまっております、4月以降は実質横ばい圏内の動きである。

7月以降の消費者・企業マインドは急低下している。7月の消費者態度指数は30.2ポイントと、2ヵ月連続で低下、2021年1月以来の低水準となった（図表5）。事業者側へのアンケートである景気ウォッチャー調査を見ると、7月の家計動向関連の現状判断DIは42.6と、6月から▲10.8ポイント大きく低下、3ヵ月ぶりに節目となる50を下回った。内訳を見ると、飲食関連



が前月比▲31.2ポイントの大幅低下となっており（6月：62.0→7月：30.8）、感染症の拡大が大きく影響している様子が見て取れる。

エネルギー価格や食品価格を中心とした物価上昇トレンドは当面続く見込みである。原燃料コストの上昇が時間差を伴いながら各種小売価格に転嫁されることを考えると、食品価格の上昇トレンドは少なくともあと1年程度は続くと思われる、個人消費の重しとなり続けよう。今年の春闘の賃上げ率は3年ぶりに2%台を回復したが、昨年からの改善幅は約0.3%ポイントにとどまっており、物価上昇のインパクトの方がはるかに大きい。夏場以降の個人消費は失速のリスクが高まっている。

3. 住宅投資は軟調推移が続く

民間住宅投資は前期比▲1.9%（寄与度：▲0.1%）と4四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、大都市部のマンション価格上昇などが影響している。月次の住宅着工統計を見ると、今年に入り、2、3月といったん持ち直した後、再び軟調な推移に戻っている様子が見て取れる（図表6）。

7月の日銀地域経済報告（さくらレポート）における住宅投資の判断は、北海道が「横ばい圏内の動きとなっている」から、「減少している」へと下方修正されたほかは、9地域中8地域が前回4月と同じ表現となった。1月は全9地域が「持ち直し」との表現を用いていたが、7月は5地域まで減っている。過半数が依然「持ち直し」と答えているという意味では、住宅市場が全国的に冷え込んでいるわけではないが、個人消費同様、先行きについては不透明感が漂う。

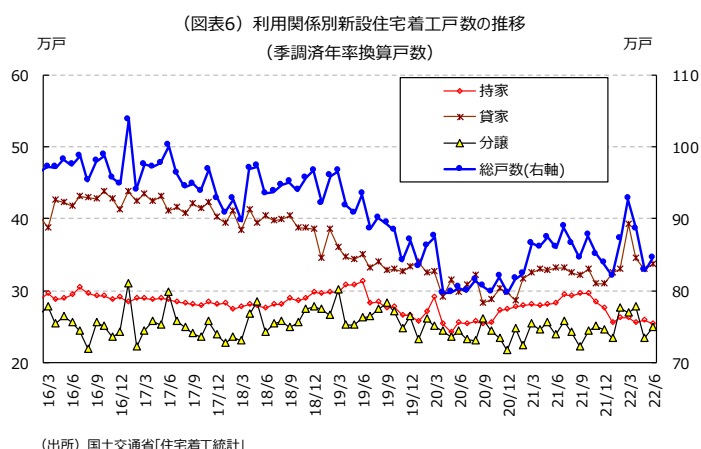
さくらレポートのアンケートでは、「今年度入りに各種報道で住宅価格高騰が取り上げられ、注文住宅の購入を控える動きが広がったのか、来客数と受注が大幅に減少している（函館＜釧路＞）」等、住宅価格や建築費、資材価格等の価格面の問題を指摘する声が多く寄せられている。持家の価格上昇が続くなかで、相対的に安価な分譲住宅や建売住宅に人気が移っているとの声もある。ただ、大都市部では分譲住宅も価格上昇が顕著で、大阪の企業からは、「分譲マンションは、郊外でも価格が高騰しているため、購入を控える動きがみられる」との声も寄せられている。7月以降は、感染拡大の影響でモデルルームへの来場客数も減少しているとみられ、民間住宅投資が持ち直す気配は乏しい。

住宅ローンの控除期間延長（10年→13年）の特例措置や、こどもみらい住宅支援事業等、各種の住宅投資支援策は引き続き下支えになるとみられるものの、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る状況は来年にかけても続くと思われる、2023年度までの住宅投資は低迷が続くと予想する。

4. 設備投資は相対的には底堅い

民間企業設備投資は前期比+1.4%（寄与度：+0.2%）と、2四半期ぶりのプラスとなった。海外からの部品調達難が足を引っ張ったものの、DX、GX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。感染症の影響で、今年度に先送りされた2021年度の設備投資計画の案件が押し上げた可能性もある。

設備投資の先行指標の一つである6月の資本財出荷（除、輸送機械）は前月比+8.7%と、2ヵ月ぶりのプラス



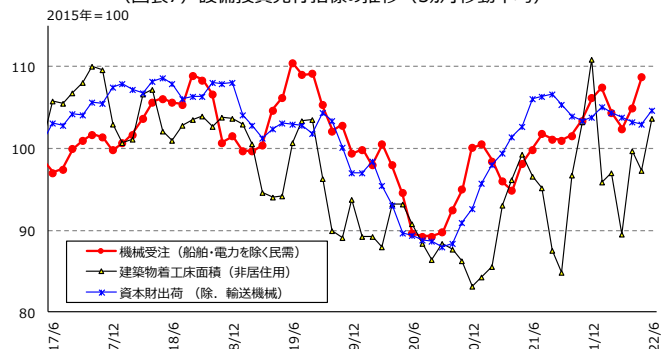
となった。水準的にも2019年9月以来の高さとなっており、半導体製造装置や、基地局通信装置が牽引している。5月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は前月比▲5.6%と、3ヵ月ぶりのマイナスとなったが、均せば底堅い推移が続いている。建築物着工床面積は振れが大きいですが、ここ数ヵ月は回復傾向にある。設備投資の先行指標は総じて悪くない（図表7）。

6月短観における2022年度の設備投資計画（全規模・全産業ベース）は、3月調査の前年度比+0.8%から同+14.1%へと大きく上方修正された（図表8）。逆に、2021年度は同+4.6%から同▲0.8%まで下方修正され、調査期間の後半に失速、実績は前年度比マイナスで終える形となった。年明けのオミクロン株の拡大や、ウクライナ問題の影響で、2021年度に実行できなかった投資計画が2022年度に先送りされた影響とみられるが、そうした要因を割り引いても2022年度の計画は良好にみえる。

日本経済新聞社が発表している設備投資動向調査でも、2022年度の全産業の計画額は前年比+25%となっている。これは、1973年度以来の高い伸びとのことである。短観の生産・営業用設備判断DIも、先行きは低下に向かうとの見通しで（低下なら不足方向、上昇なら過剰方向）、水準的にも、設備の不足超を示すマイナス圏に転じる形になっている（図表9）。

ただ、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、海外経済の不透明感が増しつつあるのは不安材料である。中国経済は、ゼロコロナポリシーや「共同富裕」の理念に基づいたマクロ経済運営の下、引き続き低空飛行が予想される。米国経済も明確に傾いている。DX、GX関連投資は、多少の業況の振れにかかわらず一定の需要が見込めるものの、年度後半にかけては、再び設備投資計画の先送りが目立つ展開が懸念される。他の需要項目との比較では、設備投資は相対的に堅調な推移となるかもしれないが、景気の牽引役を担えるほどの力強さは期待できない。

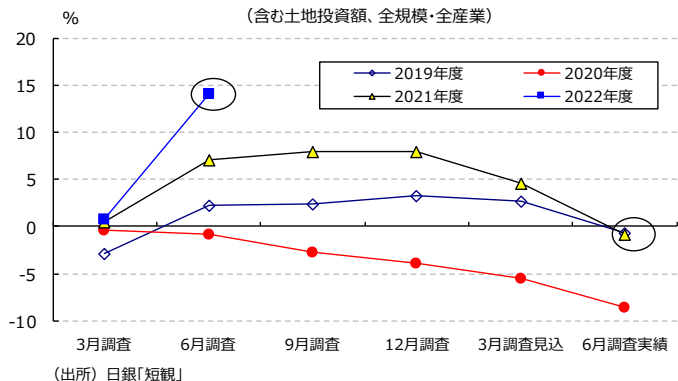
（図表7）設備投資先行指標の推移（3ヵ月移動平均）



（出所）内閣府「機械受注」、国土省「建築着工」、経産省「鉱工業出荷内訳表」

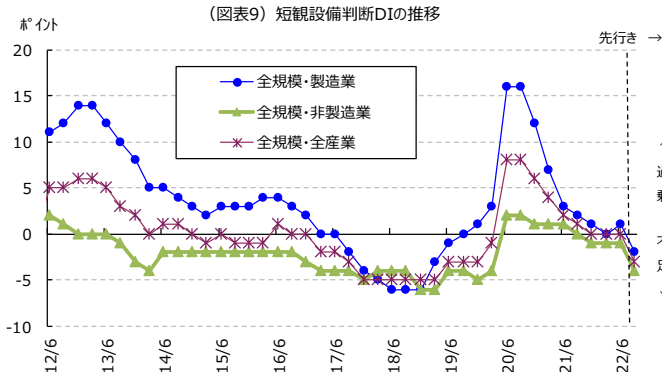
（図表8）設備投資計画（前年度比）

（含む土地投資額、全規模・全産業）



（出所）日銀「短観」

（図表9）短観設備判断DIの推移



（出所）日銀「短観」

5. 公共投資は均せば横ばいを予想

公的固定資本形成は前期比+0.9%（寄与度：+0.0%）と、6四半期ぶりのプラスとなった。2021年度補正予算に盛り込まれた国土強靱化関連の防災・減災工事や災害復旧工事が進捗していることを反映したと考えられる。

7月のさくらレポートにおいて、公共投資の判断は、全9地域で4月と同じ判断が示されている。4月は3地域で下方修正されていた。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、増加していると述べた地域はなく、5地域で「減少」、「弱い」、「弱め」との表現が用いられている。

同レポートの企業へのアンケートでは、「2022年度の公共工事請負金額は、復興庁予算が減少するものの、国

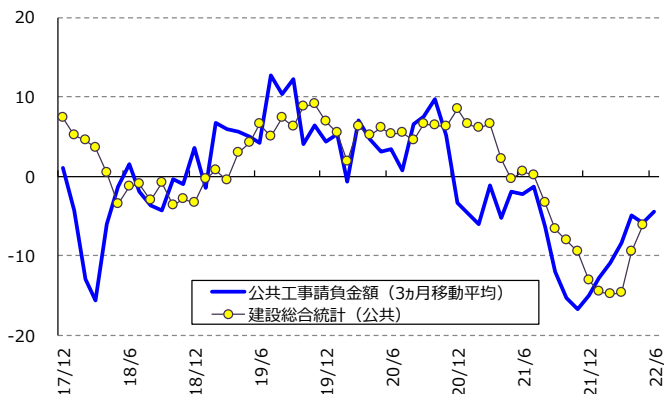
土強靱化関連などの県と主要市部の予算が増加しているため、全体では前年比横ばい程度で推移する見通し（福島）等、引き続き国土強靱化関連が高水準で推移しているとの声が多く上がっている。公共投資の先行指標である公共工事請負金額はここへきて持ち直しており、短期的には公共投資が回復に向かう可能性を示している（図表10）。

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6.0～6.1兆円の間で推移しており、ほとんど変わらない。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く、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。

4～6月期の政府最終消費支出は前期比+0.5%（寄与度：+0.1%）と、2四半期連続のプラスとなった。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。足元では再び変異株が拡大しているが、2023年度までを均してみれば小幅の伸びが続くと予想する。

（図表10）公共工事関連指標（前年比）の推移



（出所）国土交通省「建設総合統計」、東日本建設業保証（公共工事前払金保証統計）

6. 輸出も失速のおそれ

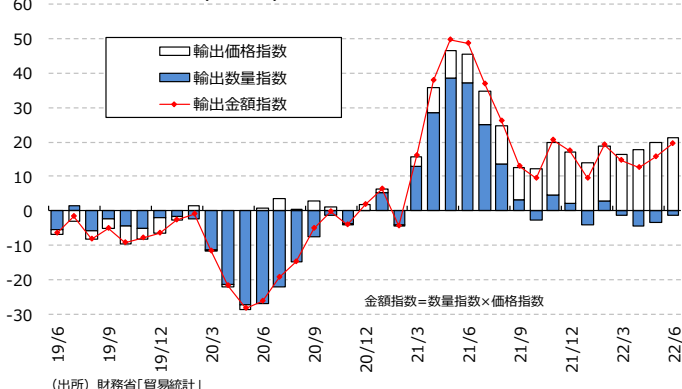
輸出は前期比+0.9%（寄与度：+0.2%）と、8四半期連続のプラスとなった。中国向けの減速を、他地域向けの回復がカバーした形である。

ただ、財務省から発表された6月の貿易統計によると、輸出の実勢を示す数量指数は同▲1.5%と、4ヵ月連続のマイナスとなっている。輸出金額は伸びているが、このところ、伸びのほとんどが、円安進行に伴う円換算額の増大によってもたらされている（図表11）。

主要相手国・地域別の数量指数を見ると（図表12）、米国向けが同▲1.7%（5月：同▲1.2%）、EU（除英）向けが同+6.7%（同▲2.0%）、中国向けは同▲15.1%（同▲17.6%）となった。米国向けは2ヵ月連続、中国向けは4ヵ月連続のマイナスである。上海のロックダウンが6月1日に解除されたことから、中国向けは反動増が期待されたものの、マイナス幅の縮小は小幅にとどまった。

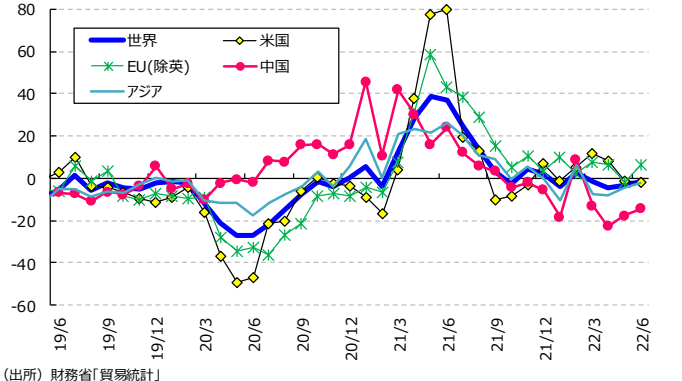
今後の輸出は、失速に向かうおそれが高まっている。米国景気は、ソフトランディングが困難な情勢であることが次第に明らかになりつつある。欧州経済でもインフレが加速、景気が力強さを欠くなかでも ECB（欧州中央銀行）は利上げを急がざるを得ない。中国景気は、ゼロコロナポリシーと不動産市場の低迷が続くなか、今後も低空飛行が続く可能性が高い。2023年度にかけて、輸出は鈍化傾向が続くと予想する。

（図表11）輸出指数の推移（前年比）



（出所）財務省「貿易統計」

（図表12）地域別輸出数量の推移（前年比）



（出所）財務省「貿易統計」

7. 年度後半に景気が山をつける可能性

2月後半以降、顕著になっていた個人消費の反動増的な動きは、夏場の変異株の急拡大によって完全に水を差された形となった。変異株に関してはこれまで同様、数ヵ月経てば収束が見込まれるものの、エネルギー関連や食品など、生活必需品の価格高騰は長引く見通しである。賃上げの動きはじわじわ広がってきたとはいえ、物価上昇のインパクトには大きく及ばない。年度後半の個人消費は失速のリスクが高まっている。

また、ここへきて米国経済の先行きに暗雲が垂れ込めてきた。このまま米国経済が失速を余儀なくされるのであれば、輸出も腰折れの可能性が高まる。企業の設備投資計画は今のところ堅調だが、昨年度からの繰り越し分が多く含まれており、取り巻く環境が変われば再び先送りされるだろう。日本経済が、年度後半に山をつける可能性が高まってきたと言わざるをえない。その長さや深さは米国経済の動向に大きく依存することになる。

来年4月には黒田東彦日銀総裁が任期切れを迎えるが、たとえリフレ政策とは距離を置く人物が新総裁に任命されたとしても、早い段階で出口に舵を切るのは難しくなった感がある。

※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