

国内外経済の動向

2022年度前半は高成長も、後半は小幅のマイナス成長へ

【ポイント】

1. 2022年1～3月期の日本経済は、まん延防止等重点措置発令によるサービス消費の減少や、輸入の増加が輸出の増加を上回ったことを受けてマイナス成長となった。
2. 米国におけるインフレ圧力は、コロナ対応の制限措置の緩和による物流改善と金融引締めで徐々に弱まり、上海など中国の主要都市のロックダウンも6月には峠を越える見込みである。
3. 日本では、今年度前半はサービス消費を中心にコロナ禍でのペントアップ需要が発現して高成長となるだろう。ただし、生活必需品などの値上がりに対して賃金上昇は限定的であり、今年度後半は個人消費の停滞から小幅のマイナス成長となるだろう。

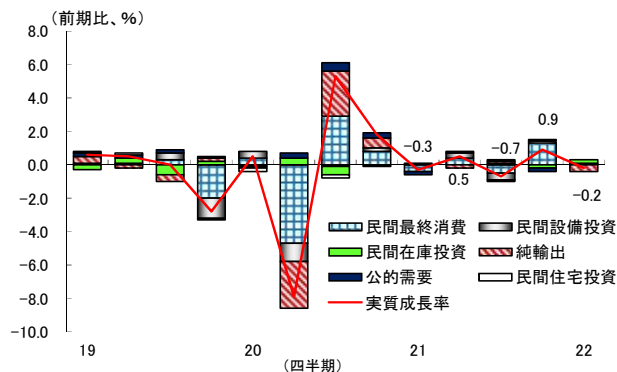
当社は、2022年1～3月期のGDP統計を踏まえて、2022・2023年度日本経済見通しを改訂した。本稿では、日本経済見通しにおける主な需要項目を中心にまとめる。

1. 1～3月期はまん延防止等重点措置発令と輸入増でマイナス成長

5月18日に発表された2022年1～3月期の一次速報値によると、実質GDP成長率は前期比▲0.2%、年率換算▲1.0%と2四半期ぶりのマイナス成長となった（図表1）。需要項目別にみると、まん延防止等重点措置発令でサービス消費が減少したことなどから、民間最終消費は前期比0.0%減と2四半期ぶりに減少した。住宅投資は同1.1%減と3四半期連続の減少となった。設備投資は供給制約の緩和などから同0.5%増と2四半期連続で増加した。在庫投資の寄与度については、同+0.2ポイントとなった。公的需要は、公的固定資本形成が同3.6%減と5四半期連続で減少し、政府消費は新型コロナウイルスのワクチン接種に係る費用等の計上により、同0.6%増と2四半期ぶりに増加した。輸出は供給制約の緩和で自動車輸出が持ち直したことから同1.1%増と2四半期連続の増加となる一方、輸入も医薬品等の増加から同3.4%増と2四半期連続の増加となった。外需寄与度は同▲0.4ポイントとなった。

なお、2022年1～3月期の実質GDP水準は、感染拡大前の2019年10～12月期の▲0.7%、それ以前のピークである2019年4～6月期の▲3.5%にとどまっている。また、物価の動きを総合的に示すGDPデフレーターは前期比+0.4%となり、名目GDP成長率は同+0.1%（年率換算+0.4%）となった。

図表1. 実質GDP成長率の推移



（資料）内閣府「四半期別GDP速報」より富国生命作成

2. 2022年度前半は高成長も、後半は一時的にマイナス成長へ

米国におけるインフレ圧力は、コロナ対応の制限措置の緩和による物流改善と金融引締

めで徐々に弱まり、上海など中国の主要都市のロックダウンも6月には峠を越える見込みである。

日本では、まん延防止等重点措置の適用が3月22日から全面解除されたことで、外出機会が増加して小売・娯楽施設などの人出も増加している。今年度前半はサービス消費を中心にコロナ禍でのペントアップ需要が発現して高成長となるだろう。ただし、生活必需品などの値上げが相次ぐ一方、賃金上昇は限定的となることから、今年度後半は個人消費の停滞から小幅のマイナス成長となるだろう。もっとも、堅調な企業収益を背景とした設備投資の増加が下支えとなり、景気の回復基調は維持されると見込む。

2022年1～3月期の実質GDP成長率の実績値が外需を中心に当社の前回予測を下回り、また食品など生活必需品の値上がりで消費者の購買力を削ぐとの見通しから、2022年度の実質GDP成長率予測は前年比+2.2%と前回2月予測（同+3.0%）から0.8ポイント下方修正した（図表2）。四半期ごとの成長率は、2022年4～6月期：前期比年率+6.5%、7～9月期：同+3.7%、10～12月期：同▲1.0%、2023年1～3月期：同▲2.2%と予想する。

2023年度は生活必需品の値上がりが徐々に落ち着くなか、緩やかながらも継続的な賃金上昇に支えられて年度後半から消費が上向き、緩やかな成長となるだろう。2023年度の実質GDP成長率は、前年比+0.7%と前回（同+1.3%）から0.6ポイント下方修正した。なお、実質GDPがコロナ前（2019年10～12月期）の水準に到達する時期は2022年4～6月期、それ以前のピークである2019年4～6月期の水準に到達する時期は2024年7～9月期と予想する。

3. 個人消費はペントアップ需要の発現で活発化したあと、購買力の低下により停滞へ

雇用環境は緩やかに改善している。4月の失業率は2.5%と、まん延防止等重点措置の適用解除に向けた採用活動の回復もあって昨年後半からの横這い傾向を脱しつつあり、コロナ前の2019年12月の水準に近づきつつある。4月の就業者数（季節調整値）は6,738万人と、コロナ前の2019年12月の水準を44万人下回るが、そのうち21万人は労働力人口自体の減少に対応している。今後も雇用環境は緩やかに改善するだろう。新規求人数は依然として水準はやや低い、持ち直しが続いている。2022年入り後に感染拡大を受けて対面型のサービス業を中心に求人が手控えられたあと、制限措置の緩和を受けて上向いているようだ。今後も就業者数は緩やかに増加し、失業率は2%台半ばで推移しよう。

名目賃金については伸び悩みが続くだろう。労務行政研究所の「賃上げ等に関するアンケート」によると、2022年の春闘賃上げ率の見通しの平均は2.00%となった。2021年は企業業績の大幅悪化を受けて1.86%（厚生労働省集計ベース）と8年ぶりに2%を割り込み、近年のベースアップの流れが途絶えたが、2022年は企業業績の回復を受けてベアを復活させる企業が増えるだろう。また、賞与も同様に2022年度は夏季・冬季ともに伸びが高まるとみられることも個人消費にとって好材料といえる。もっとも、原材料高などによる企業収益の圧迫を踏まえると、大胆な賃上げは期待できない。ベア復活は業績好調な一

図表2. 日本経済の見通し

	2021年度実績	2022年度予測		2023年度予測	
		前 2022年2月 時点	前 2022年2月 時点	前 2022年2月 時点	前 2022年2月 時点
名目国内総生産（兆円）	541.6	554.0	560.9	560.4	570.3
	1.1	2.3	3.3	1.2	1.7
実質国内総生産（兆円）	537.0	548.6	555.5	552.2	562.8
	2.1	2.2	3.0	0.7	1.3
内 需	1.4	2.7	2.8	0.6	1.3
民間需要	1.5	2.8	2.6	0.6	1.1
民間最終消費	2.6	4.3	4.0	0.1	1.3
民間住宅投資	▲1.6	0.5	▲0.2	0.0	0.4
民間設備投資	1.3	3.3	2.9	3.1	2.3
公的需要	▲0.1	▲0.0	0.2	0.1	0.2
政府最終消費	2.0	0.4	1.1	0.2	0.5
公的固定資本形成	▲9.3	▲2.5	▲0.8	0.2	1.0
財貨・サービスの純輸出	0.8	▲0.6	0.3	0.0	0.0
財貨・サービスの輸出	12.5	8.4	4.3	3.3	3.1
財貨・サービスの輸入	7.2	11.4	2.8	3.0	3.0

注1. 実質値は2015暦年連鎖価格

注2. 内需、民間需要、公的需要、純輸出は寄与度

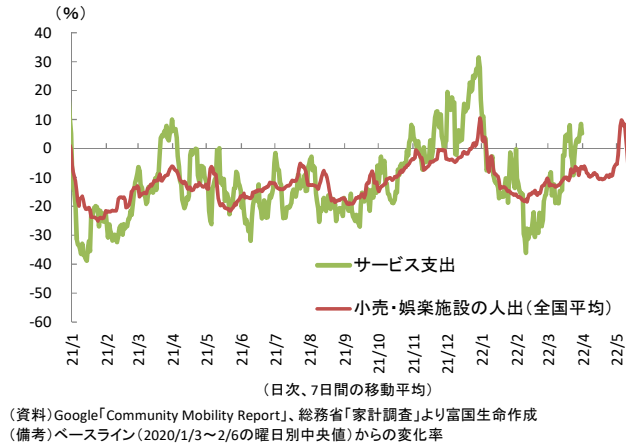
部企業にとどまり、幅広い業種・企業に浸透していくには時間がかかるだろう。

毎月勤労統計の現金給与総額を見てもこのところ前年比 1%程度の増加である。需給ひっ迫や原材料コストの増加を受けて、ガソリンや食料などの生活必需品の値上げが相次ぎ、4月に同 2.5%に上昇した消費者物価指数は暫く 2%台の継続を見込んでおり、消費者の実質的な購買力が削がれることになる。

個人消費は、1~3月期は足踏みとなった。1~3月期の民間最終消費支出は前期比 0.0%減となった。1月9日から沖縄・広島・山口の3県がまん延防止等重点措置の適用地域となり、2月には最大で計 36 都道府県に拡大された。その後、適用地域は順次縮小されたものの、全面解除は3月22日となった。これに伴い、外食や宿泊といったサービス消費が前期比 0.2%減となった。耐久財も同 1.6%減となったが、非耐久財は同 1.0%増と消費全体を下支えした。

2022 年度前半の個人消費は高い伸びが見込まれる。足元ではサービスへの支出と連動性が高い小売・娯楽施設の人出が回復しており、特にゴールデンウィーク期間の増加は顕著である(図表 3)。コロナ禍でのペントアップ需要が外食や旅行などの対面型のサービスを活発化させるとともに、コロナ対応での供給制約の影響が緩和するため、自動車販売も増加していくと予想される。ただし、ペントアップ需要が一服する 2022 年度後半には、物価高による家計の購買力低下の影響が優勢となって個人消費は減少に転じると見込んでいる。政府の「原油価格・物価高騰等総合緊急対策」に含まれる低所得世帯向け給付金は一定の下支え効果を持つものの、消費が緩やかな回復軌道に復するのは物価上昇が落ち着くと想定する 2023 年度後半と予想している。

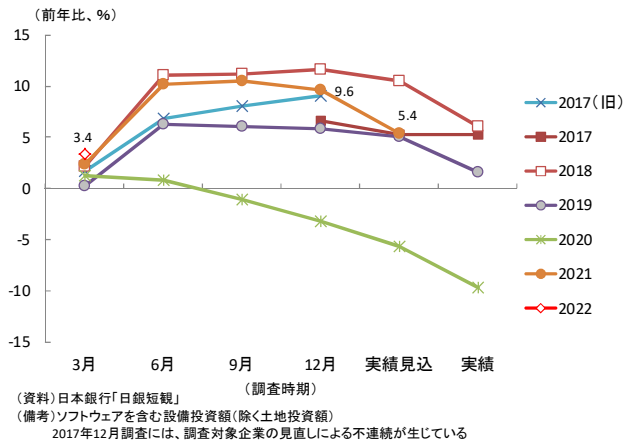
図表 3. 人出とサービス支出の推移



4. 設備投資は堅調な企業収益を背景に持ち直しが続く

1~3月期の実質設備投資は前期比 0.5%増と 2 四半期連続で増加した。汎用工作機械等への支出が増加に寄与したものとみられる。今後も設備投資は堅調な企業収益を背景に緩やかに増加するだろう。日銀短観 3 月調査における全規模・全産業の 2022 年度設備投資計画(ソフトウェアを含む、土地投資を除く)は、前年比 3.4%増と、同時期としては高めの計画が示されている(図表 4)。先行指標である機械受注(船舶・電力を除く民需)は 1~3 月期が 3.6%減と非製造業を中心に 4 四半期ぶりに減少した。前期に鉄道車両の大型受注が生じた反動減で運輸業・郵便業を中心に非製造業がマイナスとなった。当期にはコロナ感染が拡大しており、発注の様子見をした企業もあったとみられる。しかし、法人企業統計によると、2021 年 10~12 月期の全産業ベースの経常利益は、5 四半期ぶりに減益となった 7~9 月期の前期比 7.0%減から大きく持ち直し、同 17.4%増となり、基調として堅調な推移が続いている。先行きは原材料価格の高騰が重石となるものの、価

図表 4. 設備投資計画調査(全規模・全産業)

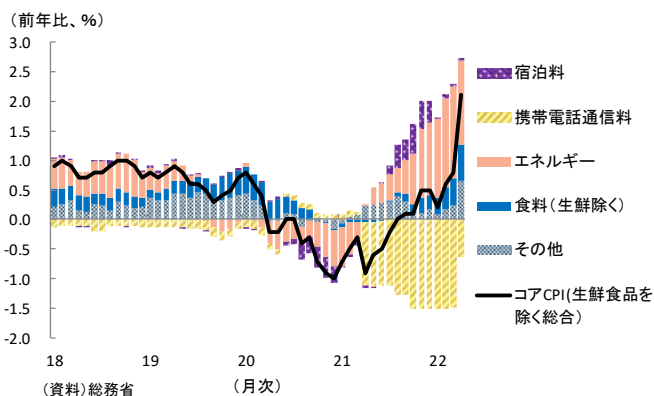


格転嫁も始まっていることや、コロナ禍に対応した制限措置緩和による物流改善、情報通信関連などの好調に支えられて企業収益は改善傾向が続くだろう。そのため、製造業の機械投資が続くとみられるほか、テレワーク拡大や営業活動の非接触化などに向けたデジタル関連投資、脱炭素化のための投資などを中心に設備投資は持ち直しが続くと予想する。

5. 消費者物価と金融政策

消費者物価は上向いている。4月のコアCPI(生鮮食品を除く消費者物価総合)は前年比+2.1%となった(図表5)。3月の同+0.8%から大きく上昇した要因は、前年の大手通信キャリアの料金プラン値下げの影響の多くが剥落して、携帯電話通信料によるマイナス寄与が0.4ポイント程度まで縮小したことが主因である。また生鮮食品を除く食料によるプラス寄与もやや拡大し、0.6ポイント程度となった。

図表5. 消費者物価指数の推移



今後のコアCPIは、4~6月期をピークにやや伸びが鈍化していくだろう。3月に一時130ドル台をつけた原油価格(WTI)は、その後、5月末までは110ドルを挟んだ横這い圏で推移しており、一旦は上昇が止まっている。原材料価格の上昇分を価格転嫁する動きは今しばらく続くものの、名目賃金の伸び悩みが購買力を削ぐことで2022年度後半から需要が停滞するため、コアCPIの上昇率は2022年4~6月期の前年比+2.3%をピークに、10~12月期には同+2.0%に鈍化すると見込んでいる。

2022年度のコアCPIの予測は前年比+2.0%と前回2月予測から0.9ポイント上方修正、2023年度は同+1.4%と前回から0.6ポイント上方修正とした。

金融政策について、日銀は4月の決定会合で10年国債金利の0.25%以下への抑制を明確化し、金融緩和継続をあらためて示した。エネルギー・食品を中心にやや物価上昇率が高まっているが、持続性を欠くとの判断のもと、日銀は当面現行の金融政策を維持するだろう。ただし、資源価格の更なる高騰や、ゼロコロナ政策を継続する中国における主要都市のロックダウンが長期化した場合の供給制約などが、インフレ率の高止まりや一段の上昇に繋がり、日本でも結果的に2%の物価安定目標が達成されれば、金融政策の正常化が早まる可能性がある。また、2023年4月の黒田日銀総裁任期満了が近づけば、日銀の金融政策の変更への思惑が高まる可能性もあろう。

6. 資源価格の更なる高騰や中国におけるロックダウン長期化などがリスク要因

脱炭素化やロシアへの経済制裁を背景とした資源価格の更なる高騰や、ゼロコロナ政策を継続する中国における主要都市のロックダウンが長期化した場合の供給制約などが、インフレ率の高止まりや一段の上昇に繋がる可能性がある。その場合、現状で市場に織り込まれている程度の各国中銀の金融引き締めではインフレが鎮静化せず、極端な利上げを強いられることで、金融資本市場の大きな混乱やグローバルなスタグフレーションに繋がる懸念がある。

ゼロコロナ政策や不動産市場の低迷から中国経済が失速するリスクや、供給制約に対するリスク回避のための国内生産の重視や安全保障上の理由から、グローバル貿易の縮小が加速するリスクにも留意が必要である。こうしたリスクが顕在化すれば、世界経済の成長が押し下げられるだろう。

(財務企画部 高松 千之)