

日本経済情報 2022年3月号

Summary

【内容】

感染ピークアウトを受けて重点措置を解除

人出は既に回復傾向

2月にかけて家計関連分野の景況感は悪化

ウクライナ情勢悪化の影響は物価上昇が中心

輸出は欧米向け中心に停滞、設備投資も足踏み感

対露制裁の影響が国内物価を押し上げ

対露制裁の長期化を前提に2022年度の成長率見通しを下方修正

ウクライナ情勢悪化により成長率見通しを下方修正

オミクロン株の流行ピークアウトを受け、人の動きは2月中旬以降、既に回復傾向にあり、今回の「まん延防止等重点措置」の解除により、今後の消費活動は正常化に向かうと期待される。

ただ、景気ウォッチャー調査における家計関連分野の景況感悪化が示す通り、2月にかけて個人消費は落ち込んだ模様であり、今後、人出が急回復するとしても、1~3月期の個人消費は前期比で0.5%程度落ち込んだ模様である。

しかも、ロシアのウクライナ侵攻に伴う主要国の対露制裁により、今後は複数のルートで日本を含む世界経済に悪影響が及ぶ見通しである。なかでも、日本経済にとっては、エネルギー資源や食糧の国際価格の高騰による直接的な影響が大きい。

輸出はこれまで自動車生産の落ち込みにより軟調に推移していたが、今後はインフレ加速による欧米経済の悪化で下押しされよう。設備投資は先行指標が今後の足踏みの可能性を示唆している。

国内物価は、川上の企業物価が大幅に上昇しているが、今のところ川下の消費者物価は小幅な上昇にとどまっている。ただ、今後は国際商品相場の高騰を受けて上昇が加速、個人消費の回復力を削ぐとみられる。そのため、2022年度の成長率見通しを前年比+3.2%へ下方修正した。

日本経済の推移と予測(年度)

前年比, %, %Pt	2019 実績	2020 実績	2021 予想	2022 予想	2023 予想
実質GDP	▲0.7	▲4.5	2.4	3.2	1.9
国内需要	▲0.2	▲3.9	1.5	3.2	1.3
民間需要	▲1.0	▲6.2	2.0	4.4	1.7
個人消費	▲1.0	▲5.4	2.5	4.5	1.7
住宅投資	2.6	▲7.8	▲0.8	1.5	0.0
設備投資	▲0.6	▲7.5	1.6	4.9	1.9
在庫投資(寄与度)	(▲0.2)	(▲0.2)	(▲0.1)	(▲0.0)	(0.0)
政府消費	2.1	2.5	2.0	▲0.1	1.1
公共投資	1.6	5.2	▲7.2	▲0.6	▲3.5
純輸出(寄与度)	(▲0.5)	(▲0.7)	(1.0)	(0.0)	(0.6)
輸出	▲2.2	▲10.5	12.2	3.2	5.3
輸入	0.2	▲6.7	6.0	3.0	2.4
名目GDP	0.2	▲3.9	1.2	2.3	3.2

伊藤忠総研
チーフエコノミスト
武田淳
(03-3497-3676)
takeda-ats
@itochu.co.jp

副主任研究員
中浜萌
(03-3497-2894)
nakahama-moe
@itochu.co.jp

感染ピークアウトを受けて重点措置を解除

年初から日本経済を覆った一つ目の暗雲、オミクロン株の感染は、ようやくピークアウトしつつある。WHOの集計によると、新型コロナウイルスの新規感染者数は、2月上旬の1日あたり10万人前後をピークに減少、3月半ばには1週間平均で5万人近くと概ね半減した(右図)。2月下旬に1日あたり200人を超えた死亡者数も3月中旬には100人台へ減少している。

こうした状況を受けて、政府は3月21日、首都圏や京阪神など18都道府県を対象に続けていた「まん延防止等重点措置」を解除した。これにより、政府から営業時間短縮など行動を制約する要請を受ける自治体はなくなり、今後は消費活動が、ひいては経済全体が正常化に向かうと期待される。

人出は既に回復傾向

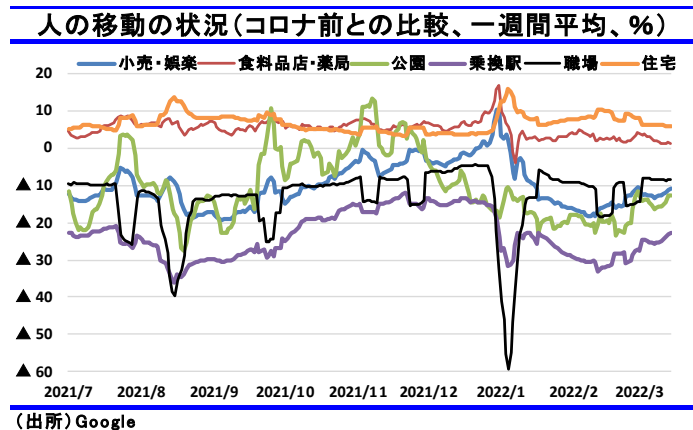
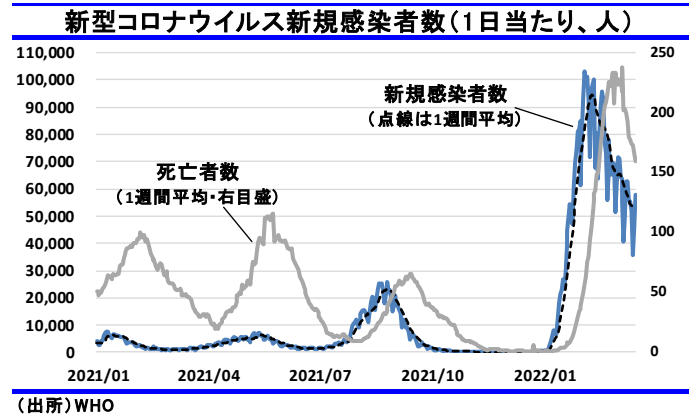
人の動きは、重点措置の解除を待たず、コロナ感染者数の減少傾向を背景に正常化に向かいつつある。Google社の集計したデータによると(右図)、消費支出と関連の高い「小売・娯楽」施設付近の人出は、2月上旬にコロナ前の水準に比べ▲20%前後まで落ち込んだが、以降は緩やかに持ち直しており、3月中旬には▲10%程度までマイナス幅が縮小している。同様に消費支出と関連の高い「乗換駅」も、2月上旬の▲30%超から3月中旬には▲23%程度まで改善した。

それでも、3月中旬の人出の状況は、「小売・娯楽」が昨年12月平均で▲0.1%、「乗換駅」は▲15.8%だったことと比べると、依然として低迷しており正常化には程遠い。今回の重点措置の全面解除を受けて、仮に3月末にかけて急回復すると見込んでも、こうした人の動きから見る限り1~3月期の個人消費は前期比で0.5%程度は落ち込んだとみられる。

2月にかけて家計関連分野の景況感は悪化

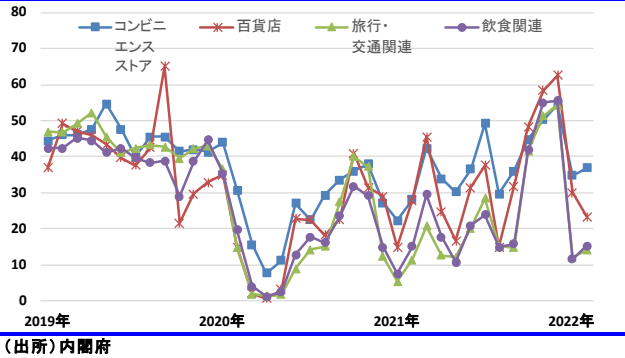
2月にかけての個人消費の悪化は、いわゆる「街角景気」を示す景気ウォッチャー調査からも確認できる。同調査のうち、小売や飲食、サービスなどの「家計動向関連」分野における現状判断指数(水準)は、昨年12月に49.6まで改善、好不調の境目とされる50に接近したが、年初からのオミクロン株の流行により今年1月は29.2へ大幅に悪化、2月も28.5と低迷が続いた。

内訳を見ると、外出の動きと関係が深い百貨店(12月62.6→1月30.0→2月23.3)やレジャー施設関連(57.0→32.1→31.4)の悪化が続いたほか、コロナ感染拡大が追い風になる部分もあるはずの自動車販売店(45.0→42.7→37.8)や家電量販店(39.2→36.0→32.6)も悪化した。一方で、巣籠り需要によりスーパー(41.0

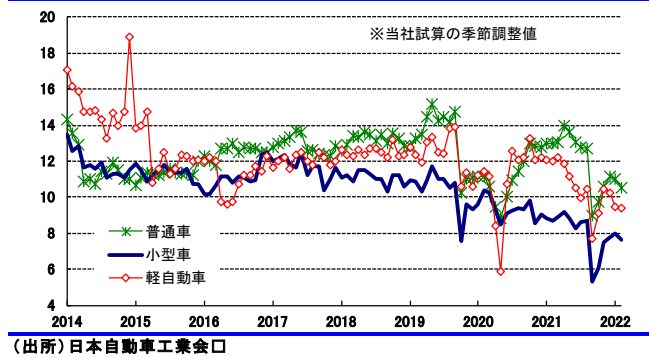


→41.6→45.7)の改善が続いたほか、コンビニ(54.5→34.8→36.9)も改善した。そのほか、外出行動と関連の深い飲食関連(55.6→11.6→15.3)や旅行・交通関連(54.3→12.2→14.0)が若干リバウンドしたが、大きく水準を落としていた反動の域を脱せず改善と言えるほどではない。

景気ウォッチャー調査(現状判断)



乗用車販売台数の推移(季節調整値、万台)



自動車販売店の景況感が悪化した背景には、販売台数の落ち込みがある。乗用車販売台数(新車)は、昨年9月に部品不足による生産の落ち込みを受けて大きく落ち込んだ後、12月にかけて持ち直していたが、今年1月から2月にかけては普通車、小型車、軽自動車とも再び減少している(右上図)。部品不足によるメーカーの減産¹が再び広がっていることが主因のようである。

ウクライナ情勢悪化の影響は物価上昇が中心

完全復調には至らないとはいえ、ようやくコロナ禍からの出口が見えつつある中、新たな懸念材料として浮上したロシアのウクライナ侵攻は、戦争状態が長期化する様相を呈しており、先行きの見通せない状況にある。ウクライナ情勢の悪化が日本経済にもたらす影響は、基本的に日本を含む主要国による対露制裁に伴うものであり、専ら①対露債権の棄損(不良化)、②ロシア経済の悪化(需要の減少)を受けた対露輸出の減少、③金融制裁によるロシアの貿易活動の困難化(輸出入の減少)、④エネルギー資源や食糧などロシアの国際市場への供給減による相場の高騰、という経路を通じるものと考えられる。

主な日本の対露制裁(3/19時点)

金融制裁(資産凍結)

- ・バンク・ロシア、プロムスビヤジバンク、対外経済銀行(VEB)の3行の資産を凍結(2/25)
- ・ロシア中央銀行の資産を凍結(3/1)
- ・資産凍結の対象にVTB銀行、バンク・オトクリティ、ソフコムバンク、ノビコムバンクの4行を追加(3/3)

貿易に関する制裁

- ・貿易上の優遇措置を保障する「最恵国待遇」の撤回を表明(3/16)
- ・宝飾品や美術品などの対露輸出、ウオッカの輸入禁止を検討

(出所)各種報道から伊藤忠総研が作成

これらのうち、①対露債権に関しては、世界の対露融資額に占める日本のシェアが約8%と一定の存在感はあるものの、日本の対外融資に占めるロシアの比率が0.2%に過ぎない²ことなどを踏まると、直接的かつマクロ的な影響は極めて軽微であろう。

¹ トヨタは全14工場28ライン中、8工場11ラインで稼働停止(3月は16日の東北地方における地震の影響が加わり、11工場18ラインに拡大の予定)、ホンダは鈴鹿工場、埼玉工場とも稼働率を約9割としている(3月も同稼働率を予定)。

² 詳細は2022年3月2日付Economic Monitor「日本経済:2021年10~12月期2次QEは小幅上方修正ながら、ウクライナ情勢悪化で先行き懸念強まる」参照。<https://www.itochu-research.com/ja/report/2022/2165/>

②および③のうちロシアの輸入、すなわち日本からロシアへの輸出については、一部品目の禁輸に加え、最恵国待遇の撤回により幅広く関税が引き上げられる見込みであるが、2021年の対露輸出が8,624億円、輸出全体の1.0%を占めるに過ぎないため、その約半分を占める自動車（主に中古車や部品）に関連する分野を除けば、影響は限定的となる。

③のうちロシアの輸出、すなわち日本のロシアからの輸入については、2021年で1兆5,431億円、輸入全体の1.8%を占める。うち7割近くは天然ガス（LNG）や石炭、原油といったエネルギー資源および水産物であり（右表）、それぞれの輸入に占めるロシアのシェアは原油を除けば1割前後と比較的大きい。ただ、現時点では、金融制裁においてロシアのエネルギー資源輸出を制約しないよう配慮されていること、日本政府は米国の原油・天然ガスの対露禁輸（輸入禁止）にすぐに同調できないとしていること、水産物についても国内加工業者への配慮から禁輸を見送る方針であることから、影響はかなり軽減されると見込まれる。

ロシアからの主な製品の輸入

	輸入額(2021年) (10億円)		ロシア の輸入 シェア (%)
		割合 (%)	
天然ガス	372.6	24.1	8.7
石炭	277.7	18.0	10.2
原油	257.9	16.7	3.7
水産物	137.4	8.9	11.6
輸入合計	1,543.1	100.0	

(出所)財務省

そのため、影響の大部分は④ロシアの供給減による相場の高騰を通じたものとなる（詳細後述）。また、相場高騰は欧米中など海外諸国の景気も悪化させるため、間接的には輸出の減少という形でも影響も及ぶことに留意が必要である。

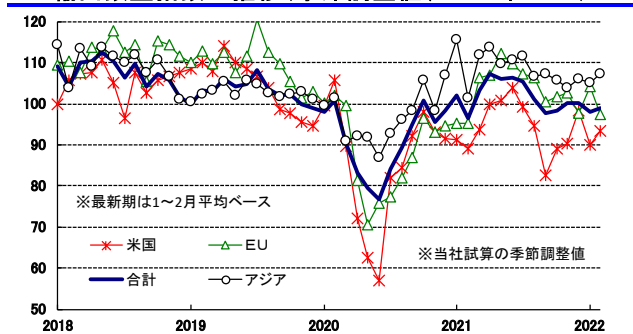
輸出は欧米向け中心に停滞、設備投資も足踏み感

その輸出の足元の状況を確認すると、モノ（財）の輸出動向を示す輸出数量指数は、1月の前月比▲2.3%から2月は+1.0%へ2か月ぶりのプラスに転じたが、1~2月平均の水準は10~12月期を1.1%下回っており、減少傾向から脱しきれていない（下左図）。

1月から2月にかけての動きを主な仕向け地別に見ると、米国向けは自動車を持ち直すも素材関連が落ち込んだため1~2月平均の水準は10~12月期から若干低下し概ね横ばい推移、欧州向けは1月に前月比+6.9%と持ち直すも2月は▲6.6%となり一進一退、中国向けは自動車関連が回復、ICが持ち直し、1月の前月比+0.2%から2月は+2.9%へ増勢を強めた。

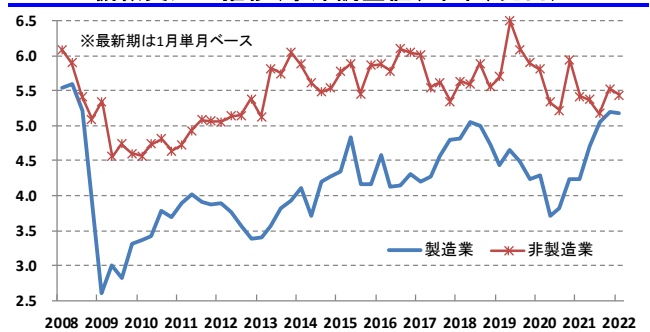
今後は、前述の通り国際商品相場の高騰により海外景気も悪化が見込まれるため、特に物価上昇の影響が懸念される欧米向けを中心に、輸出の停滞が続くと予想される。

輸出数量指数の推移(季節調整値、2015年=100)



(出所)財務省

機械受注の推移(季節調整値、年率、兆円)



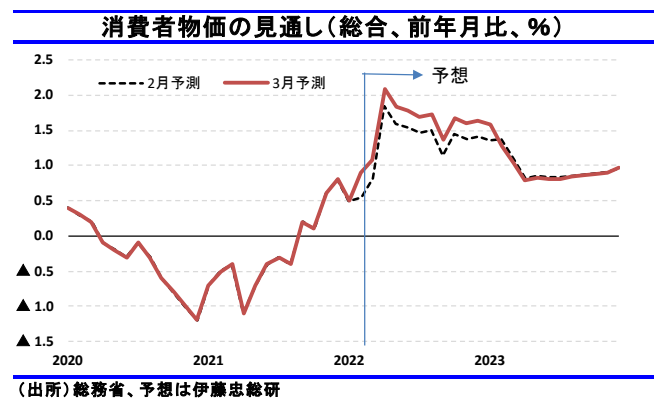
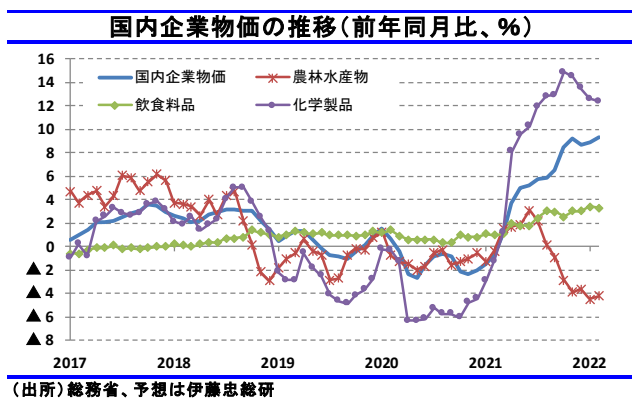
(出所)内閣府

持ち直しの動きを見せていた設備投資も、足踏みする可能性が示唆されている。機械投資の先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）は、1月に前月比▲2.0%と5ヵ月ぶりのマイナスに転じたが、業種別の内訳を見ても（前頁右図）、製造業からの受注（前月比▲4.8%）、非製造業からの受注（▲1.9%）ともマイナスであり、幅広く停滞した。

建設投資の先行指標である建設着工床面積（民間非住宅）も、1月は前年同月比▲1.7%と5ヵ月ぶりのマイナスに転じた。ただ、毎月の振れが大きい統計であり、10~12月期に前年同期比+32.0%もの大幅増となった反動という面もあるため、趨勢の判断は今後数ヵ月の動向を見極める必要があるだろう。なお、1月に減速が顕著だったのは事務所（オフィスビル）、倉庫、工場であり、店舗は改善が見られた。

対露制裁の影響が国内物価を押し上げ

前述の通り、今後は主要国による対露制裁を受けた国際商品相場の高騰が国内物価に波及する見込みであるが、既にこれまでの原油などの価格上昇を背景に、国内物価は大きく上昇している。川上の物価にあたる企業物価は、2月に前年同月比+9.3%へ伸びを高め、遡ることができる1981年以降で最高となった（左図）。資源価格上昇を受けた電力・ガス料金の値上がりのほか、機器類で価格上昇が顕著である。



川下にあたる消費者物価（総合）も、2021年前半を底に緩やかながら上昇傾向にあり、2022年2月には前年同月比+0.9%まで伸びを高めた。ただ、2月の上昇は生鮮食品価格の寄与が大きく、日銀が金融政策運営の参考指標とするコア（生鮮食品を除く総合）は+0.6%、さらにエネルギーを除けば▲1.0%（コアコア）と依然マイナスであり、物価安定の目標である2%には遠く及ばない。携帯電話料金の引き下げにより1.5%Pt程度押し下げられているため、実態はコアで2%を超えているという見方もできるが、エネルギーを除けば0.5%程度ということでもあり、欧米において強まるインフレ懸念とは大きな温度差がある。

それでも、主要国による対露制裁を受けて、原油価格がWTI先物で一時130ドル/バレルを超えて上昇、その後も概ね100ドルを上回る高値水準を維持していることに加え、ロシアが世界で大きな市場シェアを占める天然ガスや小麦、アルミニウムなど資源や穀物の国際価格が制裁の影響を受けて高騰しており、こうした動きが今後、国内物価を一段と押し上げることは間違いない。

しかも、ウクライナの戦況は膠着、先行きが見通せない状況にある。さらに、対露制裁が解除される条件は、ウクライナにおける戦闘の停止やロシア軍のウクライナからの撤退だけにとどまらず、解除までには相当の時間を要するとみておくべきであろう。仮に今後1年間はWTI原油価格がこれまでの想定よりも大きく上振れし、当面は現状程度で推移、その後も1年後に90ドル程度、2年後に80ドル程度への緩やか

な低下にとどまると想定した場合、消費者物価上昇率（総合）は 2022 年通年で 0.3%Pt 押し上げられると見込まれる。消費者物価の上昇は、購買力の低下を通じて個人消費の回復力を削ぐこととなろう。

ただ、この場合でも、消費者物価（コア）の上昇率は、携帯電話料金引き下げの影響が一巡する 4 月こそ 2%を超える可能性があるものの、2023 年中を展望しても金融政策を修正する条件とされる「安定的に持続する」状態には至らないであろう。

対露制裁の長期化を前提に 2022 年度の成長率見通しを下方修正

以上を踏まえて景気の先行きを展望すると、足元 2022 年 1～3 月期は、オミクロンの影響により個人消費が前期比で減少、輸出も減少する一方で、公共投資が今年度補正予算で追加された事業の執行を受けて急回復、設備投資も 12 月までの発注増により持ち直すとみられるため、全体としては落ち込まず、実質 GDP 成長率は前期比で小幅ながらプラスを維持すると予想する。

2022 年度に入る 4 月以降は、政府による行動制限（まん延防止等重点措置）の解除を受けて個人消費が本格的な回復に向かうものの、その勢いは国際商品相場の高騰による物価上昇の加速でやや抑制されるほか、輸出も欧米景気の減速により伸び悩む可能性が高い。そのため、4～6 月期から 7～9 月期にかけて、実質 GDP は前期比で大幅プラス成長とはなるものの、これまで

想定したほど高い伸びは期待できない。経済活動（実質 GDP）が消費増税直前（2019 年 7～9 月期）の水準を回復する時期は、これまで見込んでいた 2022 年 7～9 月期から 10～12 月期に後ずれし、2022 年度通年の成長率は前年比+3.2%になると予想する（先月の+3.6%から下方修正）。

2023 年度の実質 GDP 成長率は前年比+2%弱を見込むが、現在の潜在成長率（供給力の増加率）は 1%を下回っているとみられ³、それを大きく上回る成長は景況感の比較的良好な状況が続くことを意味する。そして、その結果、デフレ圧力の根本的な原因である需給ギャップ（需要と供給力の差）は一段と縮小、2023 年度中には解消する見込みである。この頃によりやく、日銀が現行の超金融緩和の終了を検討し始める環境が整うことになる。

日本経済の推移と予測（年度）

前年比, %, %Pt	2019 実績	2020 実績	2021 予想	2022 予想	2023 予想
実質GDP	▲0.7	▲4.5	2.4	3.2	1.9
国内需要	▲0.2	▲3.9	1.5	3.2	1.3
民間需要	▲1.0	▲6.2	2.0	4.4	1.7
個人消費	▲1.0	▲5.4	2.5	4.5	1.7
住宅投資	2.6	▲7.8	▲0.8	1.5	0.0
設備投資	▲0.6	▲7.5	1.6	4.9	1.9
在庫投資(寄与度)	(▲0.2)	(▲0.2)	(▲0.1)	(▲0.0)	(0.0)
政府消費	2.1	2.5	2.0	▲0.1	1.1
公共投資	1.6	5.2	▲7.2	▲0.6	▲3.5
純輸出(寄与度)	(▲0.5)	(▲0.7)	(1.0)	(0.0)	(0.6)
輸出	▲2.2	▲10.5	12.2	3.2	5.3
輸入	0.2	▲6.7	6.0	3.0	2.4
名目GDP	0.2	▲3.9	1.2	2.3	3.2
鉱工業生産	▲3.7	▲9.5	6.7	8.0	2.5
失業率(%、平均)	2.3	2.9	2.8	2.4	2.3
経常収支(兆円)	18.7	16.3	9.4	2.7	11.0
消費者物価(除く生鮮)	0.3	▲0.7	0.1	1.5	0.9

(出所)内閣府ほか、予想部分は伊藤忠総研による。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠総研が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

³ 内閣府の 2021 年 12 月時点の試算によると潜在成長率は年率で 0.4%。