

日本経済情報 2022年5月号

Summary

【内容】

2021年度の日本経済は一進一退

3月以降の人出は回復傾向

4月までの個人消費復調を確認

財輸出は伸び悩み、サービス輸出はインバウンド持ち直しに期待

設備投資は様子見強まり一旦停滞

企業物価は高止まり、消費者物価は2%超へ

金融政策は不変、為替相場は円安地合い継続

2022年度の成長率は若干の加速にとどまる見通し

改定見通し～一進一退脱するも物価上昇で緩慢な回復に

2022年1～3月期の成長率は2四半期ぶりの前期比マイナス成長となり、2022年度を通じて景気は一進一退。その結果、前年同期比ではわずかに+0.2%にとどまり、景気回復の遅れが顕著。

3月以降は人出が回復、4月にかけて景況感や小売・外食売上が改善するなど、個人消費の復調を確認。輸出は足元で財が好調ながら米中向けの息切れ必至。サービス輸出は政府の制限緩和によりインバウンド需要が若干持ち直す見込み。設備投資は、先行指標が機械投資の減少を示唆、建設投資は底堅さを維持するも、一旦停滞の可能性。

企業物価は前年同月比で10%近くまで上昇、消費者物価はコアでも2%を突破。川上から川下にかけて価格転嫁が進んでおり、企業業績を圧迫、個人消費には逆風。消費者物価上昇率は今年度中2%程度で推移する見通しながら、日銀は来年度以降の鈍化を想定し、現行の超金融緩和を継続する方針。日本側の要因による円高圧力は当面なし。ただ、米国長期金利に上昇余地あり、ドル円相場は再び130円台を試すと予想。

2022年4～6月期の成長率は前期比プラスに転じるが、それでも実質GDPはコロナ前を回復せず。7～9月期以降は、個人消費が本格回復に向かうも実質賃金の減少が勢いを削ぐ。設備投資は旺盛な企業の投資意欲を背景に再拡大するも、輸出は伸び悩む見込み。以上から、2022年度の成長率は前年比+2.7%と前年から若干の加速にとどまる見通し。

日本経済の推移と予測(年度)

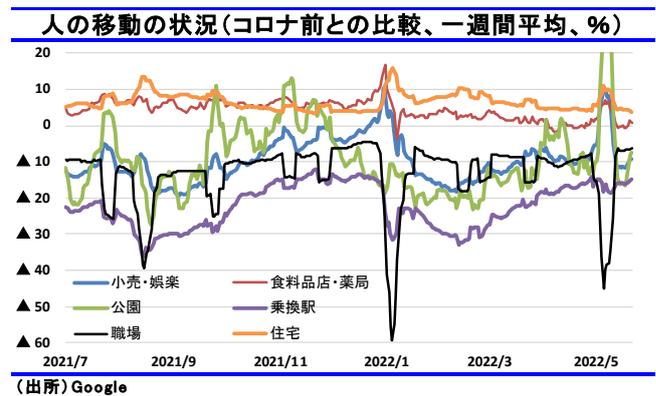
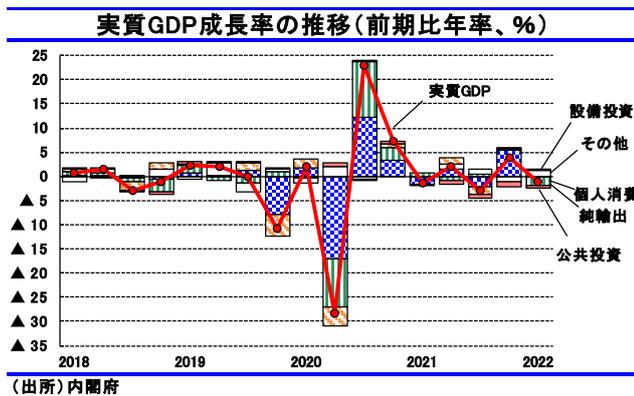
前年比,%,%Pt	2019 実績	2020 実績	2021 実績	2022 予想	2023 予想
実質GDP	▲0.7	▲4.5	2.1	2.7	2.3
国内需要	▲0.2	▲3.9	1.4	2.6	1.7
民間需要	▲1.0	▲6.2	2.1	3.4	2.2
個人消費	▲1.0	▲5.4	2.6	3.5	1.7
住宅投資	2.6	▲7.8	▲1.6	1.6	1.1
設備投資	▲0.6	▲7.5	1.3	2.8	4.1
在庫投資(寄与度)	(▲0.2)	(▲0.2)	(▲0.0)	(0.1)	(0.0)
政府消費	2.1	2.5	2.0	0.0	1.1
公共投資	1.6	5.1	▲9.3	0.9	▲3.2
純輸出(寄与度)	(▲0.5)	(▲0.7)	(0.9)	(0.1)	(0.6)
輸出	▲2.3	▲10.2	12.5	3.0	5.8
輸入	0.2	▲6.5	7.2	2.6	2.6

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

2021 年度の日本経済は一進一退

5月18日に発表された2022年1~3月期の実質GDP成長率は、前期比▲0.2%（年率▲1.0%）と2四半期ぶりのマイナスに転じた（下左図）。最近の動きを振り返ると、2021年1~3月期に前期比マイナス成長に転じて以降、新型コロナウイルスの感染拡大と縮小に合わせる形でプラス成長とマイナス成長を交互に繰り返していた。この間、景気は一進一退、すなわち停滞状態にあり、その結果、2022年1~3月期の実質GDPは前年同期比で見れば0.2%の増加にとどまり、水準ではコロナ前（2019年10~12月期）を0.7%も下回っている。米国のGDPがコロナ前の水準を取り戻したのが2021年4~6月期、ユーロ圏でも2021年10~12月期だったことと比べ、日本経済の回復は遅れている。



3月以降の人出は回復傾向

この1~3月期のマイナス成長は、オミクロン株の流行により個人消費が停滞（前期比▲0.0%）するなか、景気下支えを期待された公共投資が大きく落ち込んだ（前期比▲3.6%）ことが主因である。ただ、人の動きを見る限り、個人消費は3月以降、「まん延防止等重点措置」が全地域で解除されたこともあり、持ち直しつつある。

Google社の公表データによると（上右図）、消費活動と関連の高い「小売・娯楽施設」付近の人出は、コロナ前との比較で、2月平均の▲14.9%から3月平均は▲9.5%へ改善、4月は▲8.8%への小幅改善にとどまったが、5月は21日までの平均で▲4.3%までマイナス幅が縮小している。ただ、ゴールデンウィーク期間中のうち5/2~5/5は平均+21%へ増加したものの、連休明けの5/9以降は平均▲11%と改善が一服している。同様に消費活動と関連の高い「乗換駅」での人出は、2月平均の▲29.5%から3月▲22.2%、4月▲16.8%と改善、5月連休明けも▲15%程度となり、緩やかながら改善傾向を維持している。これらから判断する限り、個人消費は3月、4月と改善が続き、5月も連休中と連休明けを均せば拡大傾向を維持しているようである。

4月までの個人消費復調を確認

各種統計の4月まで実績から、個人消費の復調が確認できる。内閣府の景気ウォッチャー調査では、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）が、2月の28.5から3月に40.7へ、4月には42.8まで改善した。この動きは、コロナ感染第5波が収束した昨年9月（29.5）から10月（42.3）にかけてと概ね同様であり、昨年末にかけてと同様、今後の個人消費の急回復を期待させる。

内訳を見ると（次ページ右上図）、外出の動きと関係が深い百貨店（2月23.3→3月45.3→4月50.7）や

レジャー施設関連 (31.4→45.5→50.7)、コンビニ (36.9→46.2→51.5) で好不調の境目となる 50 を超えて改善、旅行・交通関連 (14.0→37.1→49.2) は急回復を見せた。そのほか、飲食関連 (15.3→38.1→41.0) や衣料品専門店 (22.8→32.6→40.1) も人の動きの活発化に伴って着実に改善している。

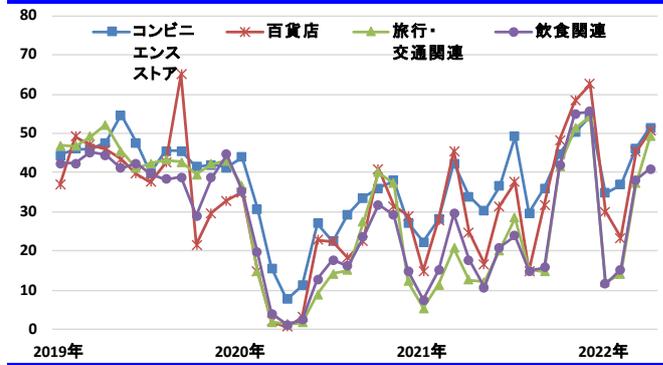
一方で、巣籠り需要の減退により人出と逆行することが多いスーパー (45.7→42.2→38.7) は悪化傾向が続く、生産調整の影響を受けたとみられる自動車販売店 (37.8→43.5→36.8) のほか、家電量販店 (32.6→46.3→37.8) が悪化した。

実際の販売データを確認すると、乗用車販売台数 (新車) は 4 月も前年同月比▲16.0%と前年水準を大きく下回る状況が続いている (3 月▲13.6%)。当社試算の季節調整値では、3 月の前月比+3.5% (年率 346.4 万台) に続き 4 月は+3.1% (357.0 万台) と持ち直し傾向にあるが、上海のロックダウンによる部品不足の影響により自動車生産の正常化が遅れており、5 月中は大幅な回復を見込めない状況にある¹。

4 月の百貨店売上高 (店舗数調整済) は前年同月比+19.0%もの大幅増を記録、1~3 月期の前年同期比+6.3%から大きく伸びを高めた (下左図)。主因は来客数の増加 (前年同月比+18.7%) であり、主力の衣料品は成人向け、雑貨は宝飾品、食料品は菓子・惣菜を中心に好調だった。4 月のコンビニ売上高 (既存店) も前年同月比+2.3%と 1~3 月期の+1.1%から伸びを高めた。来客数 (▲0.4%) は伸び悩んだが単価の上昇 (+2.8%) が押し上げた。チケットなどの「サービス」が大幅に増加 (+12.7%) したほか、弁当・惣菜などの「日配食品」 (+0.6%) が底堅く推移する中で「非食品」 (+5.9%) が伸びを高め、「まとめ買い」が客単価の上昇につながった模様である。

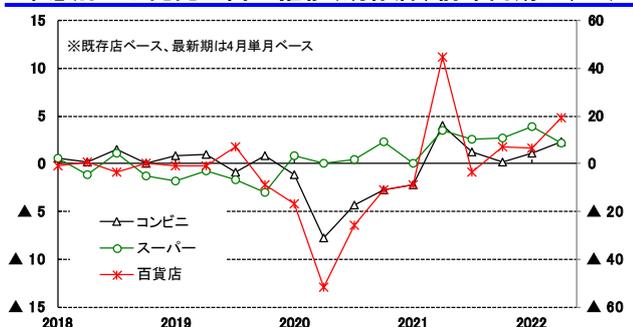
一方で、4 月のスーパー売上高 (既存店) は前年同期比+2.1%と 1~3 月期の+3.9%から伸びが鈍化した。衣料品 (+7.3%) や日用雑貨・家電製品などの住宅関連品 (+14.8%) は好調だったが、主力の食料品 (▲1.2%) がマイナスに転じた。外食の増加が影響したとみられる。

景気ウォッチャー調査 (現状判断、水準)



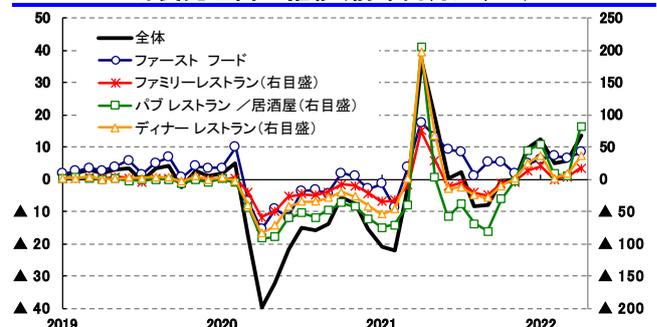
(出所)内閣府

業態別の小売売上高の推移 (既存店、前年同期比、%)



(出所)日本百貨店協会、日本フランチャイズチェーン協会、日本チェーンストア協会

外食売上高の推移 (前年同月比、%)



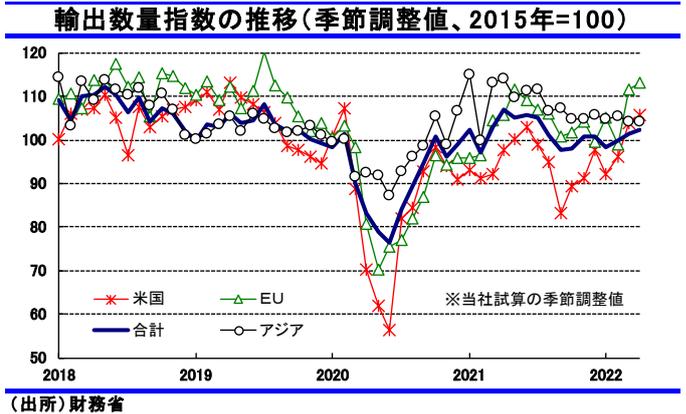
(出所)日本フードサービス協会

¹ トヨタは5月の世界生産計画を75万台から70万台程度へ下方修正 (5/10) したが、6月は85万台としている (5/24)。また、Hondaは国内2工場において6月前半に通常稼働に戻る見通しを発表 (5/26) しており、自動車生産は6月にかけて持ち直し見通し。

その外食売上高は、2月の前年同月比+4.8%、3月の+5.9%に対して4月は+13.5%と大きく伸びを高めた（前ページ下右図）。業態別には、ファーストフード（3月+6.6%→4月+8.4%）の堅調拡大が続く中で、ファミリーレストラン（+4.0%→+17.5%）やディナーレストラン（+8.8%→+36.3%）が順調に回復、パブレストラン・居酒屋（+4.3%→+81.9%）が急回復した。まん延防止等重点措置の解除が追い風となった。

財輸出は伸び悩み、サービス輸出はインバウンド持ち直しに期待

モノ（財）の輸出動向を示す輸出数量指数は、当社試算の季節調整値で4月も前月比+1.0%と3ヵ月連続で増加し、4月の水準は1~3月平均を2.6%も上回り、堅調な拡大を見せた。主な仕向け地別に見ると、米国向けは3月の前月比+8.0%から4月は+1.9%へ鈍化したものの増勢を維持した。自動車（完成車）の堅調拡大が続いたほか、自動車部品や映像・音響機器が急回復、半導体電子部品（IC）も持ち直した。EU向けも3月の前月比+12.9%もの大幅増から4月も+1.4%と高水準を維持した。



一方で、アジア向けは3月の前月比▲1.3%から4月は+0.1%と横ばいとどまり、減少傾向に歯止めが掛かっている。なかでも中国向けは3月の前月比▲5.1%から4月は▲9.6%へ落ち込みが加速している。回復傾向にあった自動車（完成品）は反落、自動車部品や鉄鋼、プラスチックといった生産財も落ち込んでおり、ゼロコロナ政策による中国経済の停滞を反映した動きとなっている。

1~3月期のGDP成長率が停滞した欧米向けが思いのほか堅調さを見せる輸出であるが、特に米国向けに関しては、人手不足などにより米国内の供給力が低下する中で、旺盛な需要を満たすため輸入を拡大している影響が少なくない。そのため、供給力が正常化すれば、それに伴い日本からの輸出は減少しよう。中国向けについては、上海ロックダウンの影響が6月にかけて残るとみられ²、引き続き輸出は低迷しよう。米中向けを合わせると全体の約4割³を占めることから、ここまで好調だった財の輸出は、今後、伸び悩み、ないしは若干の調整を強いられる可能性もあろう。

輸出全体の約2割を占めるサービス輸出は、インバウンド需要の増加により2017年度から2019年度にかけて年間21兆円台で推移していたが、コロナ禍により2020年度は16.8兆円へ落ち込み、2021年度も17.6兆円と低水準にとどまった。岸田首相は、6月10日から外国人観光客の受け入れを再開すると表明(5/26)、既に決定している6月1日からの入国者数の上限引き上げ（1日1万人→2万人）と相まって、旅行関連をけん引役にサービス輸出の拡大が期待される。

ただ、訪日外国人数の既往ピークは月間292.7万人（2019年4月）であり、仮に今回の措置で月間60万人程度まで増えたとしても、ピークの2割程度にとどまる。見込まれるサービス輸出の増加は、4~6月期

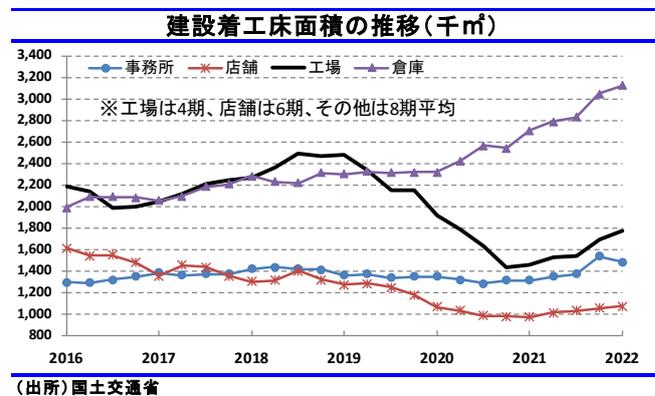
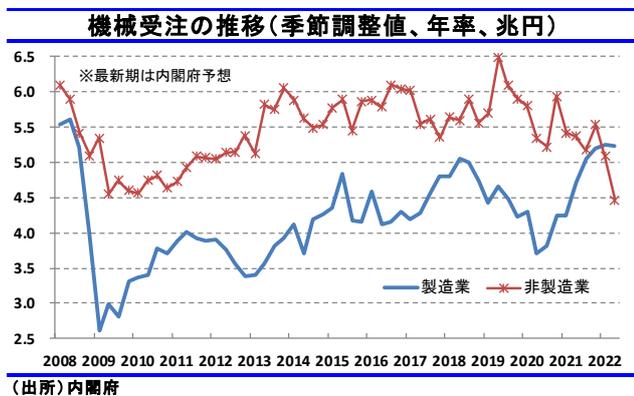
² 詳しくは、2022年5月25日付 Economic Monitor「中国経済：上海ロックダウンで失速、先行き不透明性高まる」参照。
<https://www.itochu-research.com/ja/report/2022/2195/>

³ 2021年の財輸出のシェアは、米国17.9%、中国（本土）21.6%、香港4.7%。

から7～9月期にかけて各四半期1,000億円程度であり、四半期で4兆円強に上るサービス輸出をそれぞれ2%程度押し上げるにとどまる。それでも関連業界にとっては朗報に違いないが、景気全体を押し上げるためには、より一層の緩和が待たれるところである。

設備投資は様子見強まり一旦停滞

設備投資は、1～3月期も前期比+0.5%と2四半期連続の増加、持ち直しつつあったが、先行指標は停滞の可能性を示している。設備投資のうち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、3月に前月比+7.1%と3ヵ月ぶりの増加に転じたが、1～2月の落ち込みを取り戻すには至らず、1～3月期では前期比▲3.6%と4四半期ぶりの減少に転じた。業種別の内訳を見ると、製造業からの受注は1～3月期も前期比+0.8%と増加を維持したが、非製造業からの受注が▲8.1%と大きく落ち込んだ（下左図）。



非製造業の内訳を見ると、建設業（10～12月期前期比+18.2%→1～3月期▲16.4%）、運輸郵便業（+69.3%→▲39.1%）、情報サービス業（+17.7%→▲9.9%）で前期の反動もあり大幅に減少したほか、通信業（▲7.1%→▲6.3%）、卸小売業（▲8.3%→▲9.3%）で減少が続いた。

さらに、内閣府は4～6月期について、製造業が前期比▲0.1%とほぼ横ばいを、非製造業は▲12.1%への落ち込み加速を、全体でも▲8.1%と2四半期連続のマイナスを予想している。この通りとなれば、4～6月期の設備投資は前期比で減少に転じる可能性が高い。

建設投資も、これまでの堅調な拡大が鈍る兆しを見せている。建設投資の先行指標である建設着工床面積（民間非住宅）は、2月の前年同月比+12.3%から3月は一転して▲12.3%と大幅なマイナスに転じ、1～3月期でも前年同期比▲1.4%とマイナスに転じた。ただ、10～12月期は前年同期比+32.0%もの大幅増であり、工事の進捗を勘案して均せば増勢を維持しているとみて良いだろう。用途別には（右上図）、事務所（オフィスビル）が頭打ち、倉庫や店舗はやや減速、工場は堅調な拡大を維持している模様である。建設投資の拡大持続は、機械投資の落ち込みをある程度緩和しよう。

やや長い目で見れば、先月号で触れた通り4、日銀短観の設備投資計画（3月調査）で2022年度の設備投資計画から企業の旺盛な投資意欲が確認されており、コロナ感染再拡大や物価上昇への懸念が後退すれば、設備投資は再び増勢を取り戻すと考えられる。

⁴ 2022年4月25日「日本経済情報2022年4月号 円安とインフレ」<https://www.itochu-research.com/ja/report/2022/2183/>

企業物価は高止まり、消費者物価は2%超へ

個人消費の回復が緩やかなものにとどまり、企業の投資行動にも慎重さが見られる背景には、物価の上昇があろう。企業間の取引価格である国内企業物価は、4月に前年同月比+9.9%まで伸びを高めた(右図)。

内訳を見ると、川上の石油石炭製品・非鉄金属の伸びが頭打ちしつつある一方で、川中の鉄鋼・建材関連や化学品・繊維品、川下の機械類の伸びが高まっており、価格転嫁が進んでいる様子が窺える。

今後も川上から川中・川下への価格転嫁が進むとみられ、企業物価の高い伸びが続こう。そのため、川下企業を中心に、引き続きコスト上昇圧力に晒され、収益が圧迫されることになる。

さらに川下の消費者物価は、日銀が目標の対象としているコア(生鮮食品を除く総合)で3月の前年同月比+0.8%から4月は+2.1%へ大きく伸びを高めた(右図)。前月からの変化という意味では、昨年4月からの携帯料金値下げの影響が一巡した影響が大きい(1.1%Pt押し上げ寄与)、前年同月比+2.1%の内訳ということでは、電気ガス水道料金が+0.96%Pt、石油製品が+0.49%Ptの押し上げ寄与であり、両者だけで伸びの3分の2を占めている。そのほか、原材料価格上昇分の転嫁が進む加工食品や耐久消費財、サービス分野では外食や家事関連の押し上げ寄与が目立った。

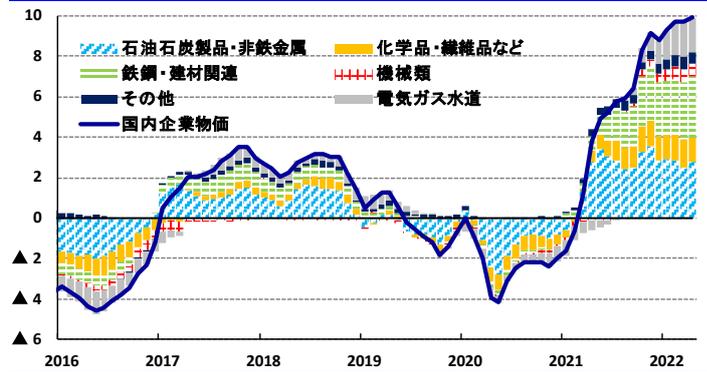
なお、コア消費者物価が前年同月比で2%を超えるのは2015年3月(+2.2%)以来であるが、これは2014年4月の消費増税(5%→8%)による部分が大きく、消費増税分を除くと1%にも満たなかった。そのため、今回のコア消費者物価2%超は、日銀が2013年1月に2%の「物価安定の目標」を設定してから、事実上、初めてとなる。

5月以降の消費者物価を展望すると、対ロシア制裁は長期化し資源や食糧価格の高騰が続くことに加え、原材料価格の上昇を製品価格に転嫁する動きも継続、10月には携帯料金引き下げの残りの影響も一巡することから、消費者物価は今年度いっぱい前年比で2%程度か、それをやや上回る伸びで推移すると見込まれる。

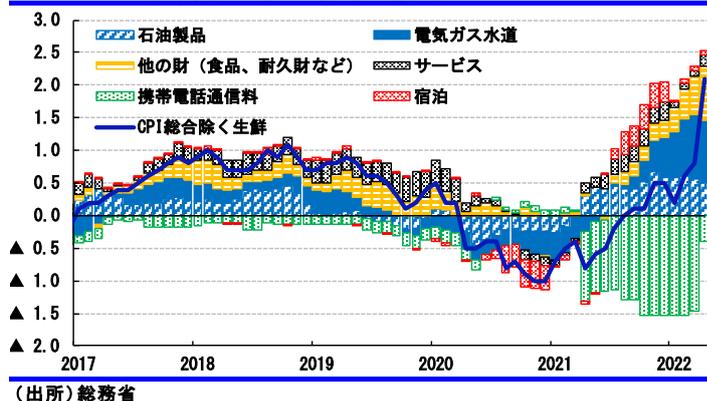
金融政策は不変、為替相場は円安地合い継続

こうした物価動向の下でも、日銀は4月27~28日の金融政策決定会合において、現行の大規模な金融緩和維持を決定した。それ自体は大方の予想通りであるが、同時に公表された「展望レポート」において、2022年度のコア消費者物価の見通しは上方修正(中央値:前年比+1.1%→+1.9%)したものの、2023年度は+1.1%のまま据え置かれた。さらに、今回から対象となった2024年度も+1.1%とされ、少なくとも

企業物価の推移(前年同月比、%)



消費者物価の推移(前年同月比、%)



も今後3年間はコア消費者物価が「安定的に2%を超える」状況とはならないという見方を前提に金融政策が議論されていることが示された。さらに、会合後の記者会見で黒田総裁は、長期金利の上限が0.25%であることを明確化することのほか、円安が日本経済にとってプラスであるという認識を改めて示した。

ドル円相場は、3月上旬以降、日米金利差の拡大に伴う形で円安が進み、上記の黒田発言を受けて1ドル=130円を突破した。足元では米国長期金利の上昇一服により、やや円高方向に振れているが、こうした日銀の姿勢を踏まえると、日本側の要因で日米金利差が縮小し円高圧力がかかることは相当の期間ないだろう。そのため、ドル円相場は引き続き米国長期金利の動向に左右されることとなる。その米国長期金利（10年物国債利回り）は、物価上昇率が頭打ちしたこともあって5月下旬には2.7%台まで低下しているが、政策金利が2.50~2.75%まで引き上げられるとすれば3%を超えても不思議ではない。その意味で、米国の長期金利は若干の上昇余地を残しており、ドル円相場にも円安余地がある。今後、再び130円台を試すこととなる。

2022年度の成長率は若干の加速にとどまる見通し

これまで見た日本経済の足元の状況を踏まえると、4~6月期は個人消費が持ち直し、落ち込みが続いていた公共投資も昨年度補正予算で追加された2兆円もの事業の執行が本格化しており、ともに前期比で増加に転じるとみられる。設備投資は機械投資の落ち込みにより減少するも、輸出は小幅ながら増加しよう。その結果、実質GDP成長率は1~3月期の前期比マイナスから4~6月期は年率2%程度のプラスに転じると予想する。ただ、それでも経済活動（実質GDP）の水準はコロナ直前（2019年10~12月期）にわずかに及ばない。

7~9月期以降は、このまま順調に新型コロナウイルスの影響から脱するとすれば、人の動きは正常化し個人消費は本格回復に向かおう。ただ、消費者物価が2%程度の伸びを続ける中で、残業代の増加を加味しても3月まで前年同月比1%程度の伸びにとどまっていた賃金の上昇が2%を超えるとは見込めず、実質賃金の減少が個人消費の回復力を削ぐこととなる。設備投資はコロナによる不透明感の後退により企業の旺盛な投資意欲が顕在化し増加に転じるが、輸出は伸び悩む可能性が高い。以上を踏まると、2022年度の実質GDP成長率は前年比+2.7%と成長ペースが若干加速する程度、実質GDPの水準は2019年度をわずかに上回る程度にとどまると見込まれる。

日本経済の推移と予測(年度)

	2019	2020	2021	2022	2023
前年比, %, %Pt	実績	実績	実績	予想	予想
実質GDP	▲0.7	▲4.5	2.1	2.7	2.3
国内需要	▲0.2	▲3.9	1.4	2.6	1.7
民間需要	▲1.0	▲6.2	2.1	3.4	2.2
個人消費	▲1.0	▲5.4	2.6	3.5	1.7
住宅投資	2.6	▲7.8	▲1.6	1.6	1.1
設備投資	▲0.6	▲7.5	1.3	2.8	4.1
在庫投資(寄与度)	(▲0.2)	(▲0.2)	(▲0.0)	(0.1)	(0.0)
政府消費	2.1	2.5	2.0	0.0	1.1
公共投資	1.6	5.1	▲9.3	0.9	▲3.2
純輸出(寄与度)	(▲0.5)	(▲0.7)	(0.9)	(0.1)	(0.6)
輸出	▲2.3	▲10.2	12.5	3.0	5.8
輸入	0.2	▲6.5	7.2	2.6	2.6
名目GDP	0.2	▲3.9	1.1	3.0	4.0
鉱工業生産	▲3.7	▲9.6	5.7	8.5	2.6
失業率(%、平均)	2.4	2.9	2.8	2.5	2.4
経常収支(兆円)	18.6	16.3	9.2	9.0	15.5
消費者物価(除く生鮮)	0.3	▲0.7	0.1	2.1	1.7

(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。