

日本経済情報 2022年6月号

Summary

【内容】

1～3月期のマイナス成長変わらず

人出は回復傾向ながら緩慢

外出増の恩恵を受け個人消費の回復が続く

財輸出は欧米向けの勢い鈍化、サービス輸出はインバウンドに期待

設備投資は持ち直しの動き確認

消費者物価は2ヵ月連続の2%超

日銀の金融政策は不変、ドル円は円安余地限定的

2022年度の成長率は若干の加速にとどまる見通し

経済見通し～個人消費主導の回復シナリオは変わらず

2022年1～3月期の成長率は2次速報で上方修正されたが、2四半期ぶりの前期比マイナス成長は変わらず、年初の景気は停滞。

3月以降、人出の回復は続くが「小売・娯楽施設」では緩慢な動き。「職場」は着実に改善しオフィスに人が戻る。外出の回復を受け、百貨店やコンビニ、レジャーや旅行関連の消費回復が顕著。一方で、供給不足により自動車や家電は不振。スーパーは巣籠り需要減や物価高が下押し。

輸出は全体で増勢を維持するも欧米向けに息切れ感。中国向けは下げ止まった程度。入国者数の上限引き上げによるインバウンド需要持ち直しに期待。設備投資は、先行指標に回復の動きあり持ち直し方向。

消費者物価はエネルギー・食料品価格の上昇により5月も2%超となったが、日銀は6月の決定会合でも現行の緩和策を維持。これを受けて一時円安が加速するも、米国景気の減速観測もあり米長期金利の上昇が一服、円安余地は限定的。

以上より、4～6月期は前期比プラス成長に転じるが実質GDPはコロナ前を回復せず。7～9月期以降、個人消費は回復に向かうも実質賃金の減少が勢いを削ぎ「強制貯蓄」が下支えする構図。設備投資は旺盛な企業の投資意欲を背景に再拡大。輸出は欧米の景気減速により伸び悩む見込み。その結果、2022年度の成長率は前年比+2.7%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	2.2	2.6	2.3
国内需要	▲0.2	▲3.9	1.5	2.5	1.6
民間需要	▲1.0	▲6.2	2.2	3.4	2.1
個人消費	▲1.0	▲5.4	2.6	3.6	1.7
住宅投資	2.6	▲7.8	▲1.6	1.6	1.1
設備投資	▲0.6	▲7.5	0.8	2.8	4.1
在庫投資(寄与度)	(▲0.2)	(▲0.2)	(0.1)	(0.0)	(▲0.1)
政府消費	2.1	2.5	2.0	▲0.1	1.1
公共投資	1.6	5.1	▲9.4	0.6	▲3.2
純輸出(寄与度)	(▲0.5)	(▲0.7)	(0.9)	(0.1)	(0.7)
輸出	▲2.3	▲10.2	12.5	3.0	5.8
輸入	0.2	▲6.5	7.2	2.5	2.5
名目GDP	0.2	▲3.9	1.2	3.0	4.0

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

1～3 月期のマイナス成長変わらず

6 月 8 日に発表された 2022 年 1～3 月期の実質 GDP² 次速報は、設備投資が下方修正されたものの、民間在庫投資の大幅上方修正などにより、1 次速報の前期比▲0.2%（年率▲1.0%）から前期比▲0.1%（年率▲0.5%）へ上方修正された（右図）。ただ、前期比マイナス成長は変わらず、1～3 月期の日本経済が停滞していたという評価も不変¹。昨年暮れにかけての景気持ち直しを受けて企業は年明け後の製品や部品の調達を増やしたが、オミクロン流行によるコロナ感染急拡大を受けて個人消費が停滞、一部部材品の調達難などによるサプライチェーン途絶の影響も加わり、在庫が積み上がった。

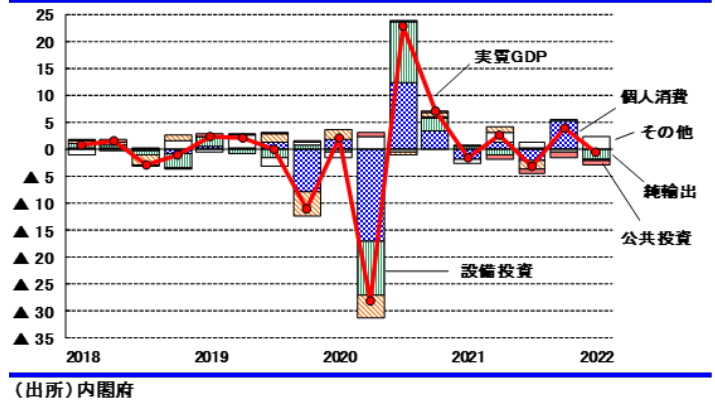
人出は回復傾向ながら緩慢

3 月以降、人の動きは回復傾向にあり、それに伴って個人消費もは持ち直しつつあるが、その足取りは緩慢なようである。Google 社のデータによると（右図）、消費活動と相関の高い「乗換駅」での人出は、コロナ前との比較で、2 月平均の▲29.5%を底に、3 月▲22.2%、4 月▲16.8%と順調に改善してきたが、5 月は▲15.2%と改善ペースを鈍化させ、6 月は 19 日までの平均で▲13.4%とやや加速した程度にとどまっている。「小売・娯楽施設」付近の人出に至っては、4 月平均の▲8.8%から 5 月の連休にかけて急回復し一時コロナ前を上回ったが、以降は改善が足踏みし、6 月平均（19 日まで）は▲8.0%と 4 月からさほど改善していない。ただ、「職場」付近の人出は 6 月平均で▲5.9%まで改善、コロナ後で最もマイナス幅が縮小しており、オフィスには人が戻りつつある模様である。

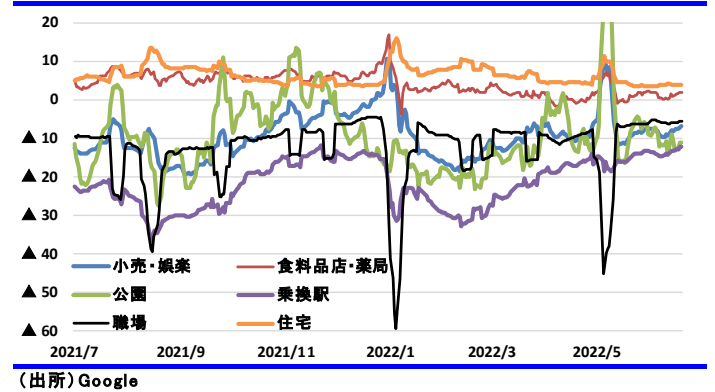
外出増の恩恵を受け個人消費の回復が続く

各種統計により 5 月までの個人消費の状況を確認すると、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 5 月には 45.5 まで改善した。ただ、コロナ感染第 5 波が収束した昨年 9 月（29.5）から 12 月（49.6）にかけての改善と比べると、そのペースは緩やかであり、十

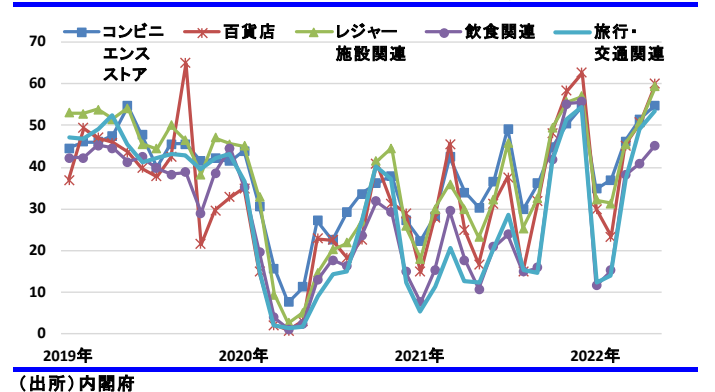
実質GDPの推移(季節調整値、前期比年率、%)



人の移動の状況(コロナ前との比較、一週間平均、%)



景気ウォッチャー調査(現状判断、水準)



¹ 詳細は、2022年6月8日付 Economic Monitor「日本経済：1～3 月期 2 次 QE は上方修正もマイナス成長は変わらず、4～6 月期はリバウンド程度のプラス成長を予想」参照。 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2022/2203/>

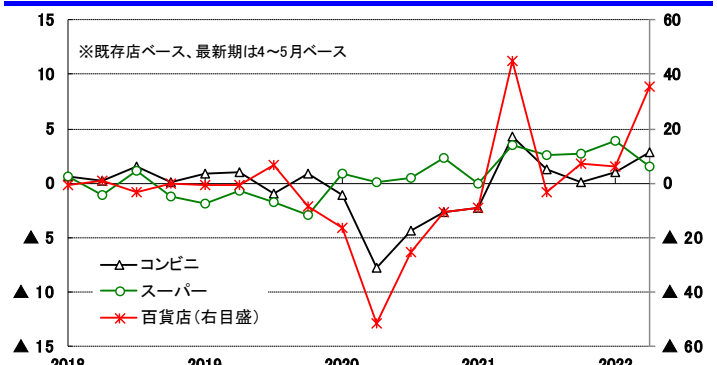
分な回復とは言えない。

主な内訳を見ると（前ページ右下図）、小売関連では外出の動きと関係が深い百貨店（2月 23.3→5月 59.9）やコンビニ（36.9→54.8）の改善が顕著であり、サービス関連ではレジャー施設関連（31.4→59.3）や旅行・交通関連（14.0→53.3）の改善が目立つ。また、これらと同様に4月まで着実な改善を見せていた飲食関連（2月 15.3→4月 41.0→5月 45.2）は5月も上昇した一方で、衣料品専門店（22.8→40.1→37.9）は悪化し、明暗が分かれた。そのほか、スーパー（4月 38.7→5月 37.3）や自動車販売店（36.8→35.8）、家電量販店（37.8→30.5）がいずれも悪化するなど、5月の物販は振るわない業界が多かった。

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月の前年同月比▲15.3%から5月は▲19.0%へマイナス幅が拡大、当社試算の季節調整値でも5月は前月比▲3.6%（年率 338.9万台）と3か月ぶりの減少に転じている。白物家電（民生用電気機器）の国内出荷額も4月の前年同月比▲4.5%から5月は▲11.1%へマイナス幅が拡大した。いずれも上海におけるロックダウンの影響などを受けた部品不足が主因とみられる。そのロックダウンは6月初から段階的に解除されており、影響は徐々に緩和される見通しであるが、中国などサプライチェーン関係国におけるコロナ感染再拡大リスクを完全に払拭できないこともあり、正常化には時間を要するとみておくべきであろう。

百貨店売上高（店舗数調整済）は、4月の前年同月比+19.0%から5月は+57.8%まで伸びを高め、4～5月でも前年同期比+35.7%もの高い伸びを記録した（右図）。主力の衣料品が成人向けを中心に好調、雑貨は宝飾品、食料品は菓子が牽引する姿は前月と同様である。5月の水準を3年前（コロナ前）と比較すると▲10.5%と未だ回復途上ではあるが、大きく落ち込んでいるインバウンドを除くと▲5.1%までマイナス幅が縮まり、順調に回復しているのも事実である。

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

コンビニ売上高（既存店）も4月の前年同月比+2.3%から5月は+3.2%へ伸びを高めた。郊外・都心とも人出が回復し来客数（4月前年同月比▲0.4%→5月+2.5%）が増加に転じたことが主因である。弁当・惣菜などの「日配食品」（+0.6%→+2.1%）が復調、「非食品」（+5.9%→+6.1%）が好調を維持した。

一方で、スーパー売上高（既存店）は4月の前年同期比+2.1%から5月は+0.9%へ伸びが鈍化した。外出が増えた効果で衣料品（4月+7.3%→5月+13.1%）が好調、住居関連品（+8.2%→+8.3%）も行楽需要により堅調さを維持したが、巣籠もり需要が減少したことから主力の食料品（▲1.2%→▲3.6%）がマイナス幅を拡大、全体を押し下げた。物価上昇により買い控えが見られるとの指摘もあった。

財輸出は欧米向けの勢い鈍化、サービス輸出はインバウンドに期待

輸出は明暗混在している。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5月も前月比+1.0%と4ヵ月連続で増加、4～5月の水準は1～3月を2.9%上回り、堅調に拡大している。

² 詳しくは、2022年6月22日付 Economic Monitor「中国経済：景気底割れを回避し対策効果で年後半にかけて回復」参照。<https://www.itochu-research.com/ja/report/2022/2205/>

主な仕向け地別に見ると、米国向けは4～5月の水準が1～3月期を5.8%も上回った。自動車（完成車）は回復が一服したが、プラスチック、半導体電子部品（IC）の拡大が続き、自動車部品は高水準を維持した。ただし、5月単月では減少に転じており（前月比▲4.3%）、増勢は頭打ちしている。物価上昇を受けた需要の伸び悩みに加え、米国内の供給力回復も影響したとみられる。EU向けも4～5月の水準は1～3月を6.2%上回ったが、4月の前月比+0.9%から5月は▲1.4%と減少に転じており、高水準を維持しつつも勢いは鈍っている。

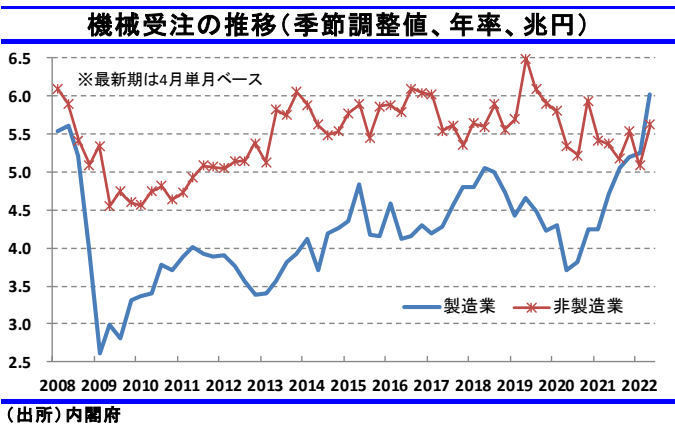
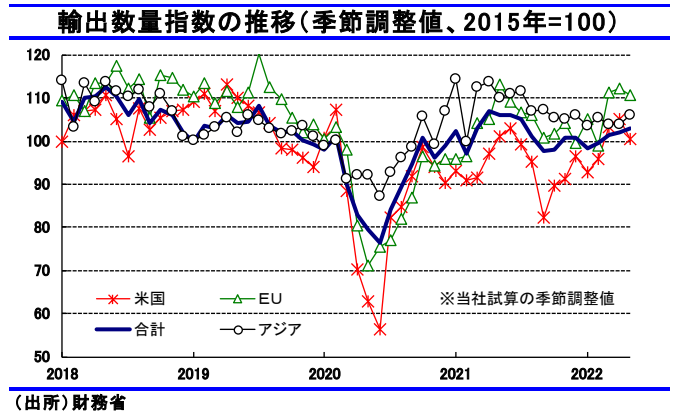
アジア向けは4月の前月比+0.1%から5月は+2.1%へ増勢を強めた。その結果、4～5月の水準は1～3月を0.6%上回り、3四半期続いた前期比マイナスから脱する可能性を示唆した。うち、中国向けは、上海ロックダウンの影響により3月に前月比▲7.2%、4月の▲7.6%と大幅な落ち込みが続いたあと、5月は+0.4%とようやく下げ止まりの兆しが見られたが、4～5月では1～3月期を10.2%も下回る大幅な落ち込みとなっている。自動車（完成車・部品）、鉄鋼などが大きく水準を落としたままであり、ICは5月に持ち直すも4月の落ち込みをカバーできなかった。一方、ASEAN向けは鉄鋼や非鉄金属、自動車関連など幅広く好調、中国向けの落ち込みをある程度補っている。

輸出全体の約2割を占めるサービス輸出は、2019年度のピーク21.0兆円（名目）からインバウンド需要の剥落を主因に2020年度には16.0兆円へ減少、2021年度は世界経済の持ち直しにより18.1兆円まで回復したが、依然としてピーク比2.9兆円（13.6%）も落ち込んでいる。今後はインバウンド需要の回復次第である。政府は入国者数の上限を6月1日に1日1万人から2万人へ引き上げ、6月10日から外国人観光客の受け入れを再開した。さらに7月には、入国者数の上限を1日3万人へ引き上げる方向で検討している模様である。これが実現すれば、月間の上限は90万人となるが、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、それでもピークの3分の1程度である。インバウンド需要の完全回復には、今しばらく時間がかかろう。

設備投資は持ち直しの動き確認

設備投資は、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）が3月の前月比+7.1%から4月は+10.8%と増勢を一段と強め、年初の停滞からの持ち直しを期待させる状況にある。製造業からの受注（3月前月比+7.1%→4月+10.3%）は4月の水準が2007年10月以来となる年率6兆円台まで増加、非製造業からの受注（3月+11.0%→4月+8.9%）も1～2月の大きな落ち込みを埋め合わせ底入れした。

製造業のうちシェアが比較的高いところでは、自動車分野からの受注（4月前月比+21.6%）が大きく伸びたほか、電気機械器具（+13.4%）やはん用・生産



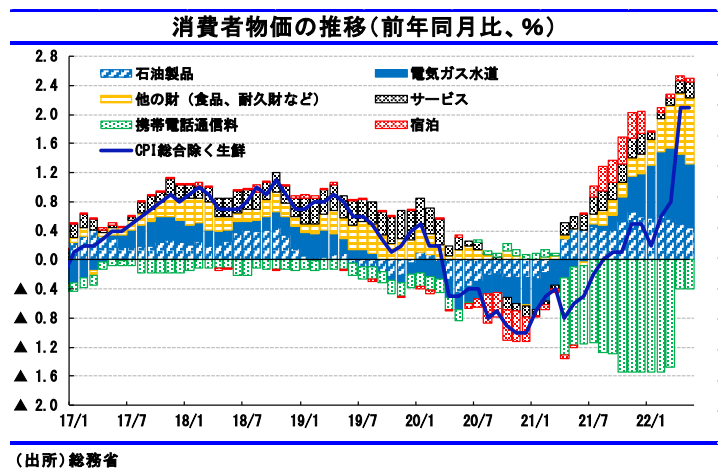
用機械（+5.2%）も堅調に拡大し、一段と水準を高めた。非製造業では、卸小売（4月前月比+24.3%）、運輸郵便（+22.9%）、金融保険（+19.2%）が全体を牽引、いずれも4月の水準が1~3月期を3~4割も上回った。

こうした機械受注の4月にかけての急回復は、主に非製造業で1~2月に大きく落ち込んだ反動を含んでいるため、今後、若干調整されることはあるものの、景気回復期待や潤沢なキャッシュフローを背景に企業の投資意欲は旺盛であり、今後の機械投資は拡大基調を取り戻すと予想される。

建設投資も、先行指標である建設着工床面積（民間非住宅）が1~3月期の前年同期比▲1.4%から4月は前年同月比+12.4%と大幅なプラスに転じており、持ち直しを期待させる動きを見せた。なかでも、「工場」用途が前年同月比+106.9%と倍増しており、上記の機械受注同様、製造業において設備投資が活発化しつつある可能性を示唆した。そのほか、「事務所」は3ヵ月ぶりの、「店舗」や「倉庫」は2ヵ月ぶりの前年同月比プラスに転じている。建設着工床面積という統計は単月の振れが大きいいため、このまま持ち直しの動きが続くか予断を許さないが、設備投資の底入れを期待させる結果ではある。

消費者物価は2ヵ月連続の2%超

先に見た個人消費の緩慢な足取りの一因として、物価の上昇が挙げられる。5月の消費者物価は、4月と同じ前年同月比+2.5%という高い伸びが続いた。日銀が目標の対象としているコア（生鮮食品を除く総合）も4月と同じ前年同月比+2.1%となり、2ヵ月連続で目標の2%を上回った（右図）。ガソリンなどの石油製品や電気・ガス・水道料金で1.3%ポイント押し上げたほか、食料品価格の上昇を主因に石油製品以外の財も0.9%ポイント押し上げた。



今後の消費者物価を展望すると、電気・ガス料金が時間差を置いて資源価格高騰を反映するため上昇が続くこと、10月には携帯料金引き下げの影響が完全に一巡すること、景気の復調に伴って原材料価格や賃金の上昇を製品価格に転嫁する動きが広がるとみられるから、消費者物価（コア）は年末にかけて一段と伸びを高め、少なくとも今年度中は2%を下回ることはないと予想する。

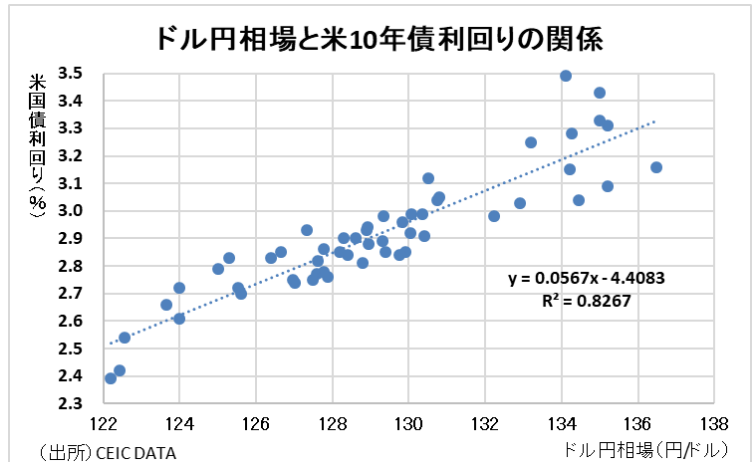
日銀の金融政策は不変、ドル円は円安余地限定的

こうした物価動向の下でも、日銀は6月16~17日の金融政策決定会合において、大方の予想通り現行の大規模な金融緩和維持を決定した。会合後の記者会見では、黒田総裁が「急速な為替変動（円安）は経済にマイナス」の影響を及ぼすとし、これまで示してきた「円安は日本経済にとってプラス」であるという判断をやや後退させたうえで、為替動向を注視するとした。しかし一方で、為替相場をターゲットに金融政策を運営することには否定的な見解を示し、円安進行を理由に政策変更は行わないとした。

ドル円相場は、金融政策決定会合直前の6月15日まで、米国の利上げ加速観測を背景とする長期金利上昇を主因に1ドル=135円台まで円安が進んでいたが、16日には日銀の金融政策に対する警戒もあり一旦131円台まで円高方向に戻っていた。ところが、日銀の金融政策に変化なく、一方で米国金利の上昇が続いた

ことから再び円安が進行、21日には136円を超える円安水準に達した。

その後は、米国景気がインフレや利上げにより減速するとの観測³が強まり長期金利が低下したことから、24日には134円台半ばまで円高方向に戻した。本校執筆時点で、長期金利の代表的な指標である米国債10年物利回りは3.1%程度で推移しているが、今年4月以降の米国債10年物利回りとドル円相場との関係(右図)は、米国債10年物利回りが3.19%となればドル円相場は平均的に1ドル=134円であることを示している⁴。この関係に基づけば、現状のドル円相場は概ね米国長期金利の水準に見合ったもの、正確には若干円高方向に戻す余地を残していると言える。



そして、米国の長期金利が、今後の米国政策金利の引き上げペースや引き上げの上限を概ね織り込んだとすれば、今後の物価や景気のシナリオに大きな変化がない限り、現状の10年国債で3%強という水準から大きく動くことはなく、ドル円相場も現状の1ドル=135円程度が円安の上限となろう。

2022年度の成長率は若干の加速にとどまる見通し

以上で見た景気の現状や当面の動き、物価や金融政策、為替相場の動向などを踏まえると、まず、2022年4~6月期については、個人消費が人出の回復に伴って持ち直し、設備投資も増加に転じると見込まれる。輸出もかろうじて増勢を維持し、落ち込みが続いていた公共投資も昨年度補正予算の執行本格化により増加する可能性が高い。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)をわずかに下回る見込みである。

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、人の動きは正常化が進み個人消費は回復に向けた動きを維持しよう。ただ、ボーナスによる一時的な増加を除けば賃金の上昇を上回る物価上昇が続くため、実質所

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	2.2	2.6	2.3
国内需要	▲0.2	▲3.9	1.5	2.5	1.6
民間需要	▲1.0	▲6.2	2.2	3.4	2.1
個人消費	▲1.0	▲5.4	2.6	3.6	1.7
住宅投資	2.6	▲7.8	▲1.6	1.6	1.1
設備投資	▲0.6	▲7.5	0.8	2.8	4.1
在庫投資(寄与度)	(▲0.2)	(▲0.2)	(0.1)	(0.0)	(▲0.1)
政府消費	2.1	2.5	2.0	▲0.1	1.1
公共投資	1.6	5.1	▲9.4	0.6	▲3.2
純輸出(寄与度)	(▲0.5)	(▲0.7)	(0.9)	(0.1)	(0.7)
輸出	▲2.3	▲10.2	12.5	3.0	5.8
輸入	0.2	▲6.5	7.2	2.5	2.5
名目GDP	0.2	▲3.9	1.2	3.0	4.0
鉱工業生産	▲3.7	▲9.6	5.7	6.9	2.7
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	12.6	12.5	18.7
消費者物価(除く生鮮)	0.3	▲0.7	0.1	2.4	1.9

(出所)内閣府ほか、予想部分は伊藤忠総研による。

³ 米国経済の動向については、2022年6月24日付 Economic Monitor「米国経済：利上げ加速で年後半には景気減速感強まる」参照。<https://www.itochu-research.com/ja/report/2022/2207/>

⁴ 本来は、日米金利差との関係で測るべきであるが、日本の長期金利(国債10年物利回り)は日銀の金融政策によって概ね0.22~0.25%で極めて安定している(変化がない)ため、結果は変わらない。

得の減少が個人消費の回復力を削ぐ点には留意が必要である。それでも、いわゆる「強制貯蓄」は勤労者世帯に限っても 20 兆円程度あるとみられるため⁵、個人消費は増勢を維持、景気回復の原動力となろう。設備投資も、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、堅調な拡大が見込まれる。一方で、インフレ抑制のため利上げを迫られる欧米向けを中心に、輸出は伸び悩む可能性が高い。以上から、2022 年度の実質 GDP 成長率は前年比+2.6%と成長ペースが若干加速する程度にとどまり、実質 GDP の水準は 2019 年度をわずかに上回り、経済活動という意味で脱コロナをようやく実現することになる。

2023 年度は、輸出が復調、設備投資の拡大加速により 2%を超える成長を見込むが、ウクライナ情勢次第では輸出の回復が遅れる恐れもある。日銀が目標とする安定的な 2%の物価上昇を実現するためには、実質賃金の上昇を伴った個人消費の回復に期待したいところである。

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。

⁵ 詳細は 2022 年 6 月 17 日付 Economic Monitor 「『強制貯蓄』は勤労者世帯のみで約 20 兆円 一家計調査を用いた所得階層別消費支出の分析と試算」参照。 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2022/2204/>