

日本経済情報 2022年7月号

Summary

【内容】

政府は景気の現状判断を引き上げ

外出増の恩恵を受けた販売増が顕著

4～6月期の成長率は前期比プラスに転じる見込み

今後の輸出は欧米向けの不調で伸び悩み

設備投資は拡大期待も前途多難

個人消費は強制貯蓄とリベンジ需要が下支え

日銀の物価見通しは小幅上方修正にとどまる

2022年度の成長率は前年並みにとどまる見通し

経済見通し～内需主導の回復は維持するも下方修正

政府は7月26日の月例経済報告で、景気の現状判断を「持ち直しの動きがみられる」から「緩やかに持ち直している」に上方修正した。

その主因である個人消費の持ち直しは、景気ウォッチャー調査でも示唆されているほか、実際の販売統計でも百貨店やコンビニ、外食売上の好調さで確認できる。自動車販売も生産の底入れで持ち直しつつある。

公共投資も復調しており、4～6月期の実質GDP成長率は別途レポートで示した通り、前期比プラスに転じると予想される。

今後については、①欧米景気減速の輸出への影響、②先行きの不透明要因が多い中での設備投資の回復力、③物価上昇やコロナ再拡大という逆風下での個人消費の行方、が重要なポイント。

これらの要因は、現時点では景気回復シナリオを変更させるほどではないとみるが、成長率見通しの下方修正は不可避。リスク要因の程度次第では景気腰折れの可能性も否定できない。無事に乗り越え本予測のシナリオが実現すれば、国内要因だけで物価が適度に上昇する望ましいインフレが実現する素地は整うだろう。

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	2.2	1.8
国内需要	▲0.2	▲3.9	1.5	2.2	1.3
民間需要	▲1.0	▲6.2	2.2	3.1	1.6
個人消費	▲1.0	▲5.4	2.6	2.9	1.2
住宅投資	2.6	▲7.8	▲1.6	▲0.5	▲0.3
設備投資	▲0.6	▲7.5	0.8	4.1	3.5
在庫投資(寄与度)	(▲0.2)	(▲0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.0)
政府消費	2.1	2.5	2.0	0.3	0.9
公共投資	1.6	5.1	▲9.4	▲2.7	▲2.2
純輸出(寄与度)	(▲0.5)	(▲0.7)	(0.9)	(▲0.0)	(0.5)
輸出	▲2.3	▲10.2	12.5	2.0	4.6
輸入	0.2	▲6.5	7.2	2.0	2.0
名目GDP	0.2	▲3.9	1.2	3.1	3.7

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

政府は景気の現状判断を引き上げ

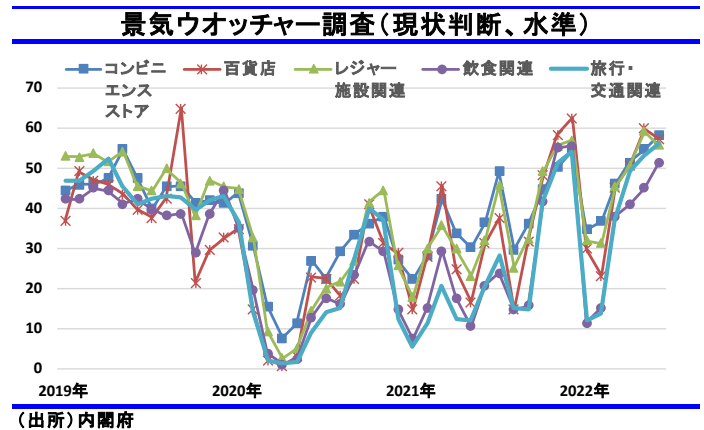
政府は7月26日の月例経済報告で、景気の現状判断を「持ち直しの動きがみられる」から「緩やかに持ち直している」に上方修正した（下表）。雇用情勢の改善もあって個人消費が「緩やかに持ち直している」ことや、公共投資が底堅さを増していることを主因としている。また、こうした需要の復調を背景に、輸入も持ち直し、物価が明確に上昇しているともした。

政府月例経済報告における景気判断の変化(2022年6月→7月)

	2022年6月	2022年7月	修正方向
景気	景気は、 <u>持ち直しの動きがみられる</u>	景気は、 <u>緩やかに持ち直している</u>	↑
個人消費	<u>持ち直しの動きがみられる</u>	<u>緩やかに持ち直している</u>	↑
設備投資	持ち直しの動きがみられる	持ち直しの動きがみられる	→
住宅建設	底堅い動きとなっている	底堅い動きとなっている	→
公共投資	<u>このところ底堅い動きとなっている</u>	底堅い動きとなっている	↑
輸出	おおむね横ばいとなっている	おおむね横ばいとなっている	→
輸入	<u>下げ止まっている</u>	<u>持ち直しの動きがみられる</u>	↑
生産	持ち直しの動きに足踏みがみられる	持ち直しの動きに足踏みがみられる	→
企業収益	一部に弱さがみられるものの、総じてみれば改善している	一部に弱さがみられるものの、総じてみれば改善している	→
業況判断	持ち直しの動きに足踏みがみられる	持ち直しの動きに足踏みがみられる	→
雇用情勢	<u>持ち直しの動きがみられる</u>	<u>持ち直している</u>	↑
消費者物価	<u>このところ上昇している</u>	上昇している	↑

(注)下線部は修正のあった部分。(出所)内閣府

個人消費の持ち直しは、景気ウォッチャー調査からも窺える(右図)。個人消費に関連の深い小売や飲食、サービスなど「家計動向関連」分野における景気の現状判断指数(水準)は、5月の45.5から6月は46.1へさらに改善した。うち、「小売関連」は5月の43.3から6月は43.6への小幅改善にとどまったが、外出の動きと関係が深いコンビニ(5月54.8→6月58.2)は大きく上昇、百貨店(59.9→57.4)も50を大幅に上回る水準を維持し、好調さが目立っている。また、家電量販店(30.5→49.4)は依然50を下回っているが大幅に改善した。一方で、巣籠り需要減少の影響を強く受けるスーパー(37.3→29.4)で大きく悪化、乗用車販売店(35.8→38.3)は小幅改善にとどまるなど、業界による差も大きい。



サービス分野は総じて好調である。飲食関連(5月45.2→6月51.4)は昨年12月(55.6)以来の50超を回復、旅行・交通関連(53.3→56.1)は過去最高を記録した2015年7月(57.0)以来の水準まで上昇、レジャー施設感染(59.3→55.8)は低下したものの引き続き50を上回る水準を維持した。

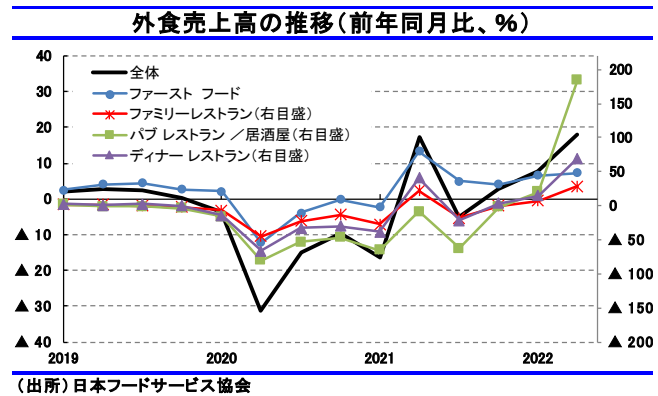
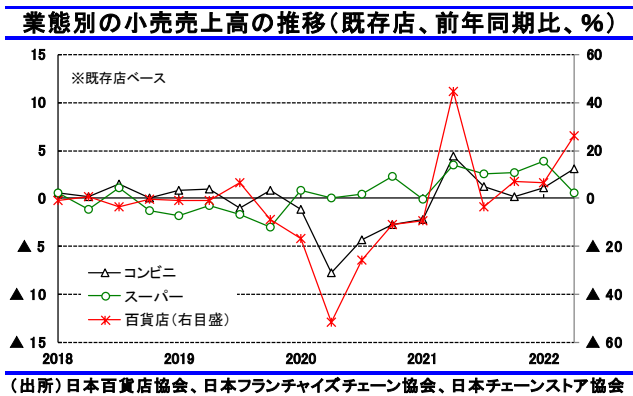
外出増の恩恵を受けた販売増が顕著

こうした各業界の景況感は、実際の販売データと概ね整合的である。百貨店売上高(店舗数調整済)は、5

月の前年同月比+57.8%から6月は+11.7%へ伸びが鈍化した。3ヵ月連続の二桁増を記録、4~6月期では前年同期比+26.1%もの大幅プラスとなった(下左図)。主力の衣料品が6月に伸び悩んだものの、高級ブランド品を牽引役に身の回り品や宝飾品などが好調であった。ただ、コロナ前の同じ四半期(2019年4~6月期を11.7%下回っており、インバウンド需要の落ち込みの影響が大きい分、完全復調には至っていないようである。

コンビニ売上高(既存店)は、5月の前年同月比+3.2%から6月は+3.8%へ伸びを高めた。4~6月期でも前年同期比+3.1%となり、1~3月期の+1.1%から増勢を強めている。6月については、例年より梅雨明けが早かったことで客足が伸びており、特に「非食品」(5月前年同月比+6.1%→6月+6.7%)やチケットなどの「サービス」(+8.0%→+17.3%)が売上を押し上げた。なお、2022年4~6月期の売上高の水準は2019年の同じ期を0.7%下回るにとどまり、概ねコロナ前の水準を取り戻している。

一方で、スーパー売上高(既存店)は、5月の前年同期比+0.9%から6月は▲1.0%とマイナスに転じた。その結果、4~6月期は前年同期比+0.6%と小幅プラスにとどまり、1~3月期の+3.9%から減速が顕著である。外出の増加により巣籠り需要が減退し、4月に前年比マイナスに転じた食料品の落ち込みが加速した(4月前年同月比▲1.2%→6月▲3.5%)。5月は衣料品(5月+13.1%→6月+5.8%)や住居関連品(+8.3%→+4.2%)が食料品の落ち込みをカバーしたが、それらの伸びも鈍化した。ただ、4~6月期の売上は2019年の同じ期を4.2%上回っており、コロナ禍で拡大した需要の大部分は維持されている。



外食業界は、回復がより顕著である。6月の外食売上高は前年同月比+19.9%となり、5月(+20.4%)並みの高い伸びを維持した。4~6月期でも前年同期比+17.9%と1~3月期の+7.6%から急回復している。それでも、売上高の水準は2019年4~6月期を4.9%下回っており、コロナ前までの回復にあと一歩である。業態別には、パブレストラン・居酒屋(1~3月期前年同期比+20.4%→4~6月期+185.5%)やディナーレストラン(14.6%→69.5%)といった酒類の提供を伴う業態で急回復、ファミリーレストラン(+7.5%→+28.2%)も順調に回復しているが、既にコロナ前の水準を上回っているファーストフード(6.6%→7.3%)の勢いは相対的に鈍い。

乗用車販売台数(新車)は、5月の前年同月比▲19.0%から6月は▲9.6%へマイナス幅が縮小、当社試算の季節調整値でも6月は前月比+3.2%(年率349.6万台)と2か月ぶりに増加した。その結果、4~6月期では年率346.5万台、前期比+2.2%と1~3月期(+3.1%)に続くプラスとなり、緩やかながら持ち直し傾向を維持している。部品不足の影響は続いているようであるが、自動車工業の生産は6月に前月比+

14.0%もの大幅増、4～6月期では前期比▲1.4%にとどまり、さらに7月以降は大幅回復が見込まれている¹。そのため、今後は生産遅延による販売台数の下押し圧力が徐々に低下していくとみられる。

4～6月期の成長率は前期比プラスに転じる見込み

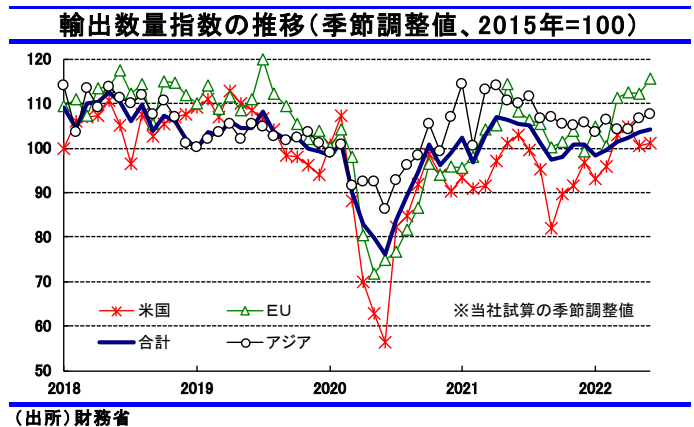
公共投資の復調は、統計から確認できる。建設工事の進捗状況を推計した建設総合統計の公共部門（非居住用）は、2022年1～3月期に前年同期比▲14.8%まで落ち込んだが、4～6月期には▲8.3%まで持ち直している。これに基づけば、4～6月期の公共投資は1年半ぶりに前期比でプラスに転じたとみられる。

そのほか、後述の通り設備投資や輸出も4～6月期は前期比で増加した模様であり、在庫投資の反動落ちがある程度見込んでも、4～6月期の実質GDP成長率は1～3月期の前期比▲0.1%（年率▲0.5%）から+0.4%（年率+1.8%）とプラスに転じると予想される²。

今後の輸出は欧米向けの不調で伸び悩み

今後は展望するうえで重要なポイントは、①欧米景気の減速が見込まれる中で輸出は回復するのか、②先行きの不透明要因が多い中で設備投資が本格的に拡大するのか、③個人消費は物価上昇やコロナ再拡大という逆風の中で持ち直し傾向を維持できるのか、であろう。

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、当社試算の季節調整値で6月も前月比+0.5%と5ヵ月連続で増加、4～6月期では前期比+3.6%と4四半期ぶりの増加となった。主な仕向け地別に見ると、アジア向け（1～3月期前期比▲0.7%→4～6月期+1.3%）は中国向け（▲1.1%→▲8.4%）が大きく落ち込んだもののASEANなど他地域向けがカバー、米国向け（+5.1%→+5.0%）、EU向け（+4.1%→+7.4%）は堅調拡大を維持した。



主な地域の動きを見ると、中国向けは上海ロックダウンで生産が一時停止した影響から自動車関連や鉄鋼の落ち込みが目立つ。一方で、ASEAN向けは、自動車は完成車・部品とも大幅増、鉄鋼や非鉄金属、プラスチックといった素材も堅調に拡大した。米国向けは、自動車（完成車）の増勢が一服したものの、自動車部品のほか、鉄鋼やプラスチックといった素材が大幅に増加、半導体電子部品も好調を維持した。

ただ、今後については、利上げによる景気減速が不可避な欧米³向けが一旦は減少に転じよう。一方で中国向けはロックダウン終了による景気の復調に伴い持ち直しが見込まれ、ASEAN向けは比較的堅調な当地の景気動向を背景に増勢を維持しようが、輸出全体としては来年にかけて伸び悩むとみておくべきである

¹ 経済産業省の製造工業生産予測指数によると、自動車を含む輸送用機械工業の生産は、7月前月比+12.9%、8月+7.1%と急回復が見込まれている。

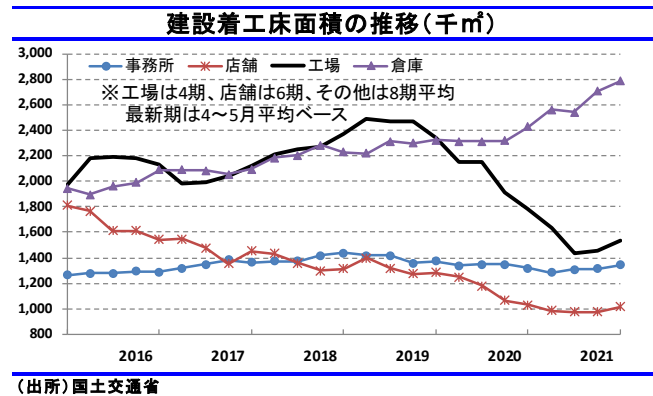
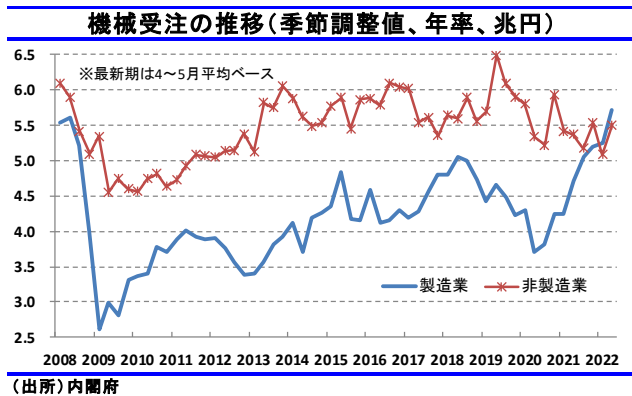
² 詳細は、2022年7月29日付 Economic Monitor「日本4～6月期1次QE予想：個人消費や設備投資が持ち直しプラス成長に転じた模様（前期比年率+1.8%）」参照。 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2022/2218/>

³ 米国経済については2022年7月27日付 Economic Monitor「米国経済：高インフレと利上げ加速の影響で減速が続く」 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2022/2217/> を、欧州経済については2022年7月29日付 Economic Monitor「スタグフレーションに陥りつつある欧州経済」 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2022/2219/> を参照されたい。

う。

設備投資は拡大期待も前途多難

企業の設備投資は、持続的な拡大を期待できそうである。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、4月の前月比+10.8%から5月は▲5.6%と落ち込んだが、4～5月平均の水準は1～3月平均を8.8%も上回っており、持ち直し傾向を維持している。うち、製造業からの受注は4～5月平均が1～3月を9.1%、非製造業からの受注も8.4%、それぞれ上回っており、ともに拡大している（下左図）。



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4～5月平均は前年同月比+7.0%とプラスに転じ、持ち直している。着工床面積は、2021年10～12月期に急増（前年同期比+32.0%）しており、建設投資の着工から完成までの工期が長いという特徴を考慮すると、足元まで高水準の工事量が維持されているとみて良いだろう。なかでも、前年比で着工床面積の大幅増が続く「工場」（10～12月期前年同期比+44.8%→1～3月期+24.2%→4～5月+55.2%）や堅調な推移を見せる「倉庫」（+56.0%→+7.3%→16.1%）は、工事の進捗ペースでも力強い拡大を続けているとみられる（上右図）。

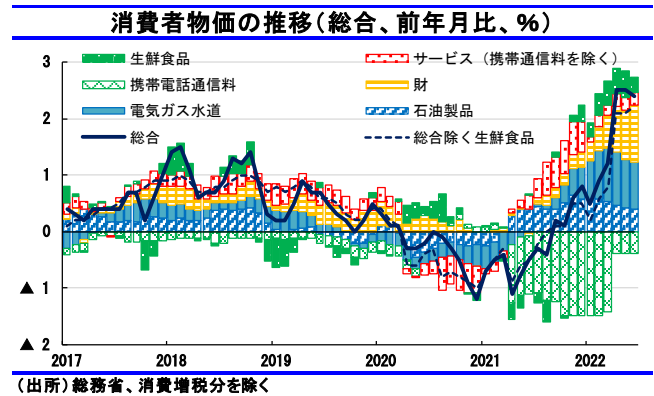
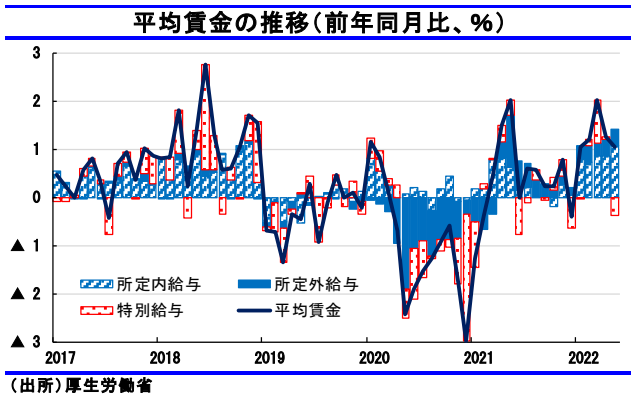
今後については、企業が投資に対する積極姿勢を維持できるかがカギを握る。6月調査の日銀短観では、2022年度の設備投資計画（全産業・規模合計）が前年比+14.1%とこの時期としては異例の二桁増を記録し、企業の積極的な投資意欲が確認された。同時に、設備過剰感は解消、人手不足感が強まっていることも示された。そうした中、内閣府が推計する民間企業の設備ストックはコロナ禍での投資先送りが響き、2022年3月末時点で前年同期比▲0.2%と減少したままである。企業が成長を目指す限りは、その実現に必要なペースで設備投資の拡大を続けると見込むのが自然であろう。

ただ、その一方で、コロナ感染再拡大にロシア・ウクライナ戦争の長期化、米中対立の激化、内外物価の上昇と利上げによる景気後退懸念など、先行きの不確実性が高まっていることも事実である。2021年度終盤のロシアによるウクライナ侵攻の際に見られたように、不確実性は企業の投資活動を先送りさせる。メインシナリオは設備投資の持続的な拡大とするが、下振れリスクの大きい状態が続くことには留意すべきであろう。

個人消費は強制貯蓄とリベンジ需要が下支え

個人消費も、基本的には物価上昇の影響を賃金の上昇が緩和し、「強制貯蓄」が残りを補うことで、持ち直しの動きを維持するシナリオをメインに置いている。賃金上昇率は、厚生労働省の毎月勤労統計による

と、今年に入り前年同月比で 1%を上回る推移が続いており、うち所定内給与（基本給）が大部分を占める安定した上昇となっている（下左図）。5 月は特別給与（諸手当や賞与など）の減少で伸びが鈍化した。夏場はボーナス増による上積みも見込まれる。労働需給面からも賃金の上昇圧力は高まっており、引き続き 1%を超える賃金の増加が期待できそうである。



一方で、消費者物価は 4 月以降、前年同月比 2%を上回る上昇が続いている（上右図）。そのため、賃金上昇率は物価上昇を除く実質で▲1%程度の推移となる。2021 年度 1 年間の雇用者報酬 283 兆円を基準とすれば、1 年間で 2.8 兆円の所得の目減りとなり、限界消費性向を 8 割とすれば 2.2 兆円程度（0.8%程度）の個人消費を消失させるインパクトとなる。

ただ、この規模であれば、コロナ禍で消費せず貯蓄に回った、いわゆる「強制貯蓄」が約 20 兆円はあると試算⁴されることから、実質所得の落ち込みをカバーすることは十分に可能である。もちろん、物価のさらなる上昇やコロナ感染再拡大、不安定な国際情勢による先行き不透明感など、消費者マインドを委縮する材料には事欠かず、こうしたソロバン勘定通りとはならない可能性は十分にあるが、最近の観光地における人手の多さを見る限り、リベンジ消費のマグマが相応に溜まっていることも事実であろう。

日銀の物価見通しは小幅上方修正にとどまる

なお、当社は米国長期金利の上昇余地の乏しさからドル円相場の円安余地も小さい⁵としたうえで、価格転嫁の動きがこれまで想定していたより速いスピードで広がりをもって進んでいること、今年の春闘賃上げ率に見られるように賃上げに前向きな企業が増えていることなどを踏まえ、消費者物価上昇率がコア（生鮮食品を除く総合）でも 2023 年度末にかけて前年同月比 2%前後で推移すると予想している。

こうした中で注目された日銀の 2022 年 7 月「経済・物価情勢の展望」（通称、展望レポート）では、前回 4 月に比べ 2022 年度の実質 GDP 成長率の見通し（政策委員見通しの中央値）を下方修正（前年比+2.9%→+2.4%）した一方で、消費者物価（除く生鮮食品）の見通しを上方修正（+1.9%→+2.3%）、2%の物価上昇が続くとの見方を示した。しかしながら、2023 年度については成長率（+1.9%→+2.0%）、消費者物価（+1.1%→+1.4%）とも上方修正したものの、物価上昇率は 2%を大きく下回るとの見通しを示した。すなわち、物価の 2%上昇は一時的、かつエネルギーなど外的要因によるものであり、現行の金融

⁴ 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/>

⁵ 国債 2 年物利回りの日米差とドル円相場の関係から判断。詳細は、2022 年 6 月 24 日付「日本経済情報 2022 年 6 月号 経済見通し～個人消費主導の回復シナリオは変わらず」参照。 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2022/2208/>

緩和を終了する状況ではないとの見方を示したわけである。ただ、上記の通り、企業の価格転嫁の動きは大方の予想以上に進んでいる。日銀の物価見通しが今後、どのように変化していくのか注視したい。

2022年度の成長率は前年並みにとどまる見通し

以上で見た景気や物価の動きなどを踏まえると、足元2022年7～9月期については、政府がコロナ感染拡大に対して行動制限を実施しないことを前提とすれば個人消費が持ち直し傾向を維持し、設備投資も拡大が続くとみられ、成長ペースは4～6月期より加速しよう。部品不足の緩和により生産活動が徐々に正常化し、在庫投資の減少という成長率の下押し要因が解消することも、成長加速に寄与する。その結果、実質GDP成長率は1～3月期の前期比1%強、年率5%程度まで高まる可能性があると予想する。その結果、経済活動（実質GDP）の水準は、ようやくコロナ直前（2019年10～12月期）の水準を回復する。

10～12月期以降も、物価上昇や国際情勢の不安定化という逆風の中、個人消費と設備投資

という内需の両輪が緩やかながらも拡大傾向を維持するが、一方で輸出は欧米景気の減速により伸び悩みとみられ、成長ペースは鈍化しよう。そのため、2022年度の実質GDP成長率は前年比+2.2%、前年度と同じ伸びにとどまると予想する。

2023年度は、輸出がアジア向けを中心にやや復調、設備投資の拡大が続くものの、個人消費は物価上昇の重石によりペントアップディマンドを牽引役とする持ち直しの動きが一巡し増勢が鈍化、実質GDP成長率は2%を割り込む可能性が高い。それでも、せいぜい1%程度とみられる潜在成長率を上回っており、需給ギャップは解消に向かい、国内要因だけで物価が適度に上昇する望ましいインフレが実現する素地は整うだろう。

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	2.2	1.8
国内需要	▲0.2	▲3.9	1.5	2.2	1.3
民間需要	▲1.0	▲6.2	2.2	3.1	1.6
個人消費	▲1.0	▲5.4	2.6	2.9	1.2
住宅投資	2.6	▲7.8	▲1.6	▲0.5	▲0.3
設備投資	▲0.6	▲7.5	0.8	4.1	3.5
在庫投資(寄与度)	(▲0.2)	(▲0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.0)
政府消費	2.1	2.5	2.0	0.3	0.9
公共投資	1.6	5.1	▲9.4	▲2.7	▲2.2
純輸出(寄与度)	(▲0.5)	(▲0.7)	(0.9)	(▲0.0)	(0.5)
輸出	▲2.3	▲10.2	12.5	2.0	4.6
輸入	0.2	▲6.5	7.2	2.0	2.0
名目GDP	0.2	▲3.9	1.2	3.1	3.7
鉱工業生産	▲3.7	▲9.6	5.7	3.3	3.4
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	11.6	17.1
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。

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。