

# 底堅い推移が期待できる日本経済

## Topics

- ▶ 欧米に比べて経済活動正常化が遅れた日本ですが、市場の関心が下期の業績や経済動向に移る中、景気後退入りが懸念される欧米に対して、日本経済は底堅さを維持する可能性が高いとみられます。
- ▶ 日本経済が回復基調を維持すると予想する要因として、①設備投資需要、②インフレへの財政対応、③資源価格の落ち着きに伴う交易条件緩和、④経済活動正常化の継続などが挙げられます。
- ▶ 感染拡大動向や海外景気悪化の影響には留意が必要ですが、経済活動正常化の動きが続く中、成長率の押し上げに寄与する設備投資の動向や企業収益にプラスに働く交易利得の改善が注目されます。

エコノミスト 飯塚 祐子

## 正常化が遅れている日本経済

2022年4-6月期の日本の実質GDP成長率は前期比年率+2.2%（一次速報値）となりました。3月にまん延防止等重点措置が解除され、経済活動が持ち直したためです。もっとも、水準をみますと米欧はコロナ禍前の2019年を超えています。日本はこれに達していません（図表1）。

株式市場では、4-6月期の企業決算の発表がほぼ終わり、下期の業績や経済動向に視点が移っていくとみられます。高水準のインフレを抑えるため急ピッチで利上げを進める米国、天然ガスの価格高騰や供給不足に直面する欧州では、景気後退入りが懸念されています。また、ゼロコロナ政策を堅持する中国では景気下振れリスクにさらされています。今後は、そうした諸外国に比べて、日本経済の底堅さに注目が集まる可能性があります。

## 日本経済の下支え要因

日本経済が回復基調を維持すると予想する要因として、①設備投資需要が旺盛なこと、②インフレに対して金融引き締めではなく財政政策で対応していること、③資源価格が落ち着けば、交易条件の緩和が見込めること、④経済活動正常化途上で需要と貯蓄が残る中、感染拡大に伴う人出の減少が軽微であることなどが挙げられます。

【設備投資需要】今年度の最大の景気回復要因とみているのは設備投資需要です。2019年の消費税率引き上げに続きコロナ禍もあり、ここ数年の設備投資は弱含んでいますが、今年度は明確に増加する可能性があります。

日銀短観における2022年度の設備投資計画（ソフトウェア・研究開発を含む）の6月調査結果は前年度比+13.1%とここ数年内では高い伸びが示され、企業の旺盛な投資意欲がうかがえます（図表2）。また、日本政策投資銀行の調査では、先送りした投資の再開などから、今年度はコロナ禍前の2019年度の投資水準を回復する見込みであることが示されています。再エネ、省エネ、EVなどの脱炭素への取組、労働力減少や働き方改革に伴う省力化投資、デジタル化投資などの分野で、多くの企業が必要に迫られていることが設備投資回復の一因です。また、コロナ禍や地政学リスクで浮き彫りになった経済安全保障の観点から、国内生産の能力増強も見直されつつあります。

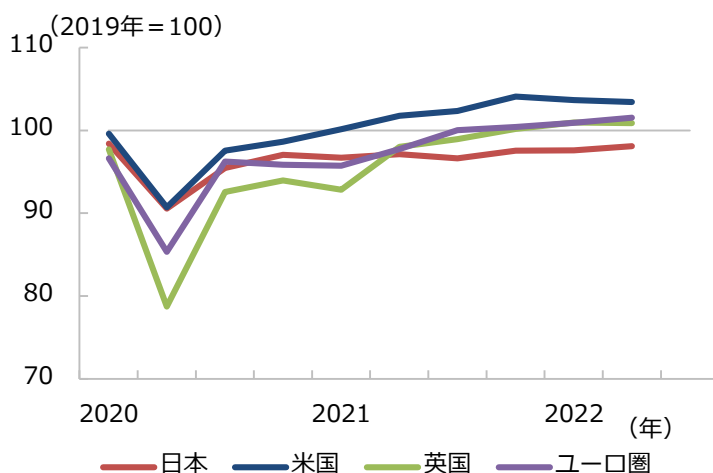
【金融・財政政策】日銀は、「わが国経済は、依然として感染症からの回復途上にあるうえ、資源価格上昇という下押し圧力も受けている。金融緩和を粘り強く続けることで、経済をしっかりとサポートしていくことが必要」として、金融緩和姿勢を堅持しています。

次ページへ続く

※巻末の投資信託に係るリスクと費用および注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

図表1 主要国の実質GDPの推移

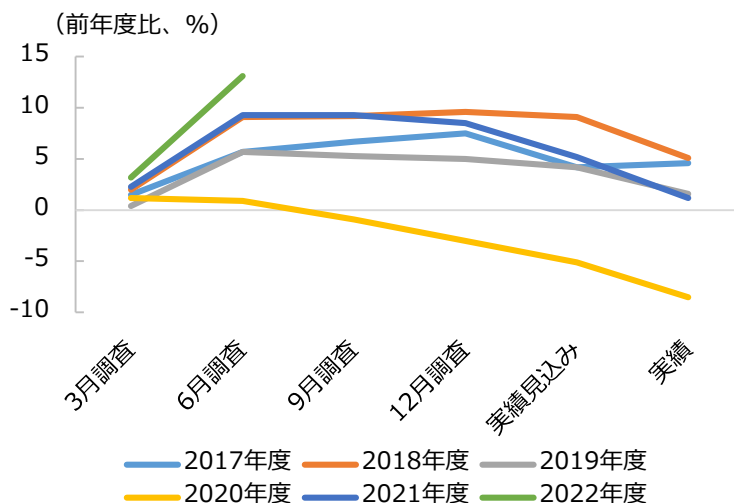


期間：2020年1-3月～2022年4-6月（四半期）

注：2019年を100として指数化

出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表2 日銀短観の設備投資計画推移



期間：2017年3月調査～2022年6月調査（四半期）

注：横軸に初回調査（3月調査）から実績が確定する翌年6月調査までの6調査回を取り、毎年度の設備投資計画について、調査回毎の前年比の足取り（修正パターン）をグラフで示したものを全規模・全産業・ソフトウェア・研究開発を含む設備投資額（除く土地投資額）。

出所：日銀のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

欧米との金融政策の方向性の違いは、3月以降の円安進行の要因の一つとなりました。円安は、輸出企業の業績にプラスに働く一方で、輸入コスト上昇につながっています。

政府は、物価高騰に対して、今年1月から実施しているガソリン等の燃料油の負担軽減策を10月以降も続けること、輸入小麦や飼料価格の抑制策などを打ち出しています。実勢では200円/リットルを超えていたとみられるガソリン価格（レギュラー、全国平均）は170円程度に抑えられています。小麦のほとんどを輸入に頼る日本は、政府が買い上げ、製粉会社などに販売する仕組みをとっています。政府は、次の改定の10月以降も払い渡し価格を据え置く見込みです。こうした抑制策をとったとしても、消費者物価（総合）は今年秋頃に3%程度に上昇するとみられ、家計（二人以上の世帯、一世帯あたり）にとっては年間で10万円程度の支出増となります。しかし、ガソリンに加え、パンや麺類など小麦を原料とする食品は多く、政府の価格抑制策の効果は小さくありません。

【**交易利得**】2022年4-6月期の交易利得（輸出入価格差の変化に伴う実質所得の変化、マイナスの場合は損失）は▲15.4兆円で、統計が遡れる1980年以降で最大のマイナスとなりました。それだけ日本の購買力が低下したということを示しています。海外取引の損益は、交易利得のほかに、純輸出や海外からの所得純受取（海外活動で得た付加価値）も加味する必要があります。純輸出は▲0.9兆円でしたが、海外からの所得純受取は24.3兆円で過去最大のプラス幅です。合計しますと約8.1兆円で、全体では交易利得と純輸出のマイナスを海外からの所得純受取でカバーできています。ただ、海外進出で所得を得ている企業と、海外進出していない、あるいはコスト増の影響が大きい企業との間で格差は広がっていると言えます。

足元で世界景気減速懸念等から、原油をはじめ資源価格はひとところに比べて軟化してきています。仮に原油価格を90ドル/バレル（WTI）として過去の交易利得と原油価格の関係をもとに試算すると、交易利得のマイナスは▲3兆円程度にまで縮小する可能性があります（図表3）。企業収益の改善に働く交易利得の動向は注目されます。

【**感染再拡大下における人出と需要・貯蓄**】6月末頃から感染第7波が始まり、新規感染者の数は過去最大まで増加していますが、政府による営業制限、行動制限が出されていない中、人出の減少は従来より小さなものにとどまっています（図表4）。

そうした中、これまで消費活動正常化が全面的に進まなかったことで、未消化の需要や貯蓄（図表5）が残っているため、経済活動正常化の動きは続くと考えられます。

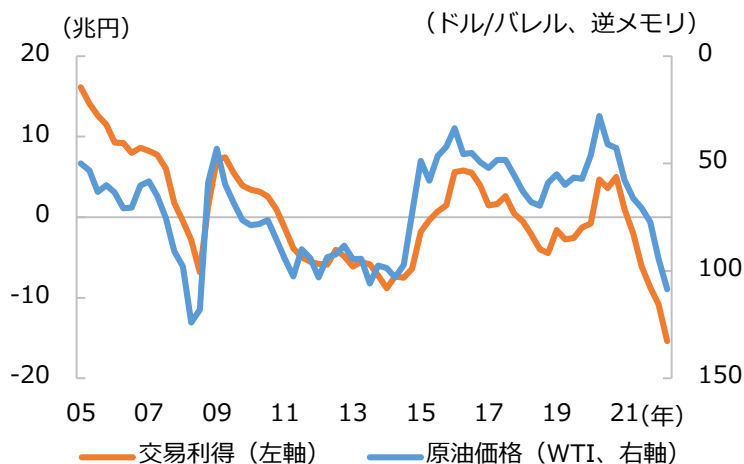
## 最大のリスク要因は海外景気

ただし、日本を取り巻くリスク要因もあります。感染拡大の動向とそれによる消費活動への影響は不確実性が高い状況です。また、最大のリスクは米欧中などの世界経済の悪化です。供給網混乱の一因となっていた中国上海におけるロックダウンが6月から解除され、日本の自動車の生産・輸出は持ち直し始めたところですが、再び中国での感染拡大、電力不足による工場停止などがみられます。一部の一般機械類の海外からの受注にピークアウト感がみられており、海外景気悪化の影響に留意が必要です。

## 注目集まる日本経済

経済活動正常化が欧米に比べて遅れた日本ですが、ここへきて日本への入国・帰国制限の緩和や国内での旅行支援策拡充などが見込まれており、経済活動正常化の動きは続くと考えられます。景気減速が見られつつある海外に比べて、今後は日本経済の底堅さに注目が集まる可能性があります。

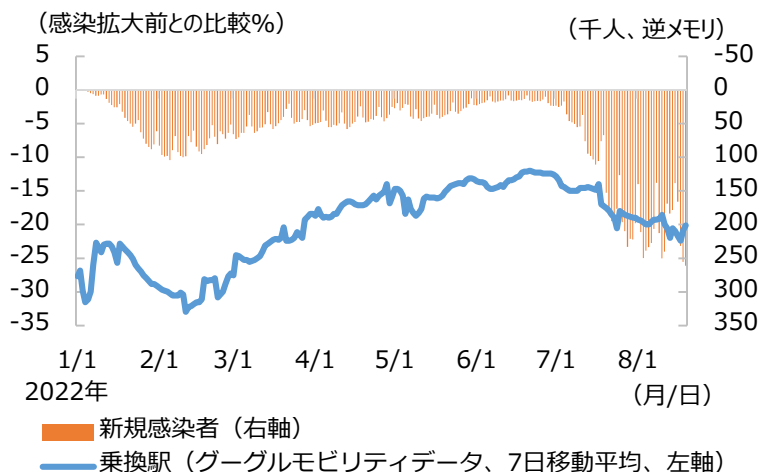
図表3 交易利得



期間：2005年1-3月期～2022年4-6月期（四半期）

注：WTI（ウエスト・テキサス・インターミディエート）原油先物。出所：内閣府、NEEDS-Financial Questのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

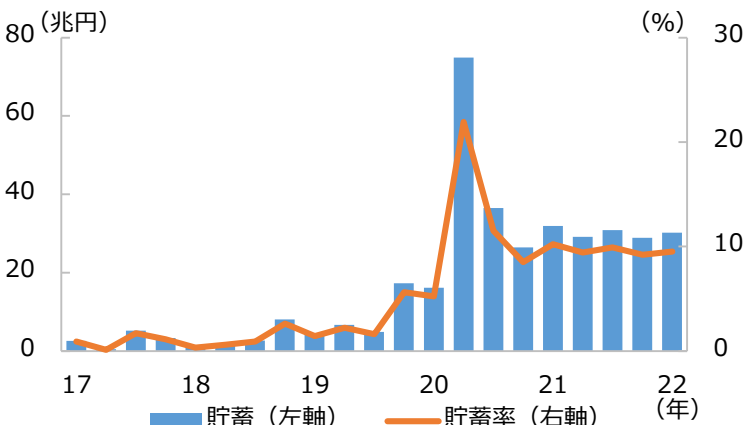
図表4 新規感染者数とモビリティデータ



期間：2022年1月1日～2022年8月19日（日次）

注：感染拡大前比は、2020年1月3日～2月6日の5週間の曜日別中央値比。出所：Googleコミュニティモビリティレポート、NHKのデータを基にアセットマネジメントOneが作成。Google LLC "Google COVID-19 Community Mobility Reports". <https://www.google.com/covid19/mobility/> Accessed: <2022/8/21>.

図表5 家計の貯蓄



期間：2017年1-3月期～2022年1-3月期（四半期）

出所：内閣府のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。  
※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

## 投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

### 【投資信託に係るリスクと費用】

#### ● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

#### ● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

##### ■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.85%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

##### ■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）：上限年率2.09%（税込）

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

その他費用・手数料：上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。

費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

### 【ご注意事項】

● 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。

● 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。

● 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。

● 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。

● 投資信託は、

1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。