

Q E 予測

2020年3月2日

年率▲7.4%と1次速報から下方修正を予想 (10~12月期2次QE)

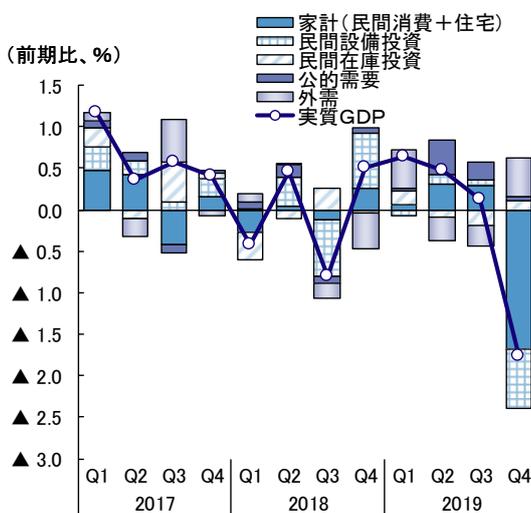
経済調査部 上席主任エコノミスト
有田賢太郎
 03-3591-1419
 kentaro.arita@mizuho-ri.co.jp

- 10~12月期の実質GDPは前期比▲1.9% (年率▲7.4%)と1次速報の前期比▲1.6% (年率▲6.3%)から下方修正を予想
- 設備投資や在庫投資、公共投資が下振れた格好。前回増税時 (前期比▲1.9%)と同水準の落ち込み幅になり、コロナウイルス影響発生前から、日本経済が弱含んでいたことを示唆する結果に
- コロナウイルス影響はサービス消費減、財・インバウンド輸出減の双方で日本経済を下押し。長期化した場合には、失業や倒産の増加に繋がり、景気後退が深刻化する恐れ

10~12月期の実質GDP (2次速報) は1次速報から下方修正を予想

3月9日 (月) に内閣府から10~12月期の「四半期別GDP速報 (2次速報値)」が公表される。本日発表された法人企業統計などを受けて推計したところ、実質GDP成長率は前期比▲1.9% (年率▲7.4%)と、1次速報の年率▲6.3%から下方修正を予想する (図表)。設備投資や在庫投資、公共投資が下振れた格好だ。大規模な増税対策が打たれていたにもかかわらず、前回増税時 (前期比▲1.9%)と同水準の落ち込み幅となり、コロナウイルス影響が発生する前から、日本経済は既に弱含んでいたことを示唆する結果になるだろう。

図表 10~12月期GDP (2次速報) 予測



	2018 10~12	2019 1~3	4~6	7~9	10~12	1次QE
実質GDP	0.5	0.6	0.5	0.1	▲1.9	▲1.6
(前期比年率)	2.1	2.6	1.9	0.5	▲7.4	▲6.3
(前年比)	▲0.3	0.8	0.9	1.7	▲0.6	▲0.4
内需	1.0	0.2	0.8	0.4	▲2.4	▲2.1
(0.9)	(0.2)	(0.8)	(0.4)	(▲2.4)	(▲2.1)	
民需	1.2	0.2	0.5	0.2	▲3.2	▲2.9
(0.9)	(0.2)	(0.3)	(0.2)	(▲2.4)	(▲2.2)	
個人消費	0.4	0.0	0.6	0.5	▲2.9	▲2.9
住宅投資	1.7	1.5	▲0.2	1.2	▲2.7	▲2.7
設備投資	4.3	▲0.5	0.8	0.5	▲4.3	▲3.7
在庫投資	(▲0.0)	(0.2)	(▲0.1)	(▲0.2)	(▲0.0)	(0.1)
公需	0.3	0.1	1.7	0.8	0.2	0.4
(0.1)	(0.0)	(0.4)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	
政府消費	0.7	▲0.4	1.6	0.7	0.2	0.2
公共投資	▲1.3	2.1	1.8	1.2	0.1	1.1
外需	(▲0.4)	(0.5)	(▲0.3)	(▲0.3)	(0.5)	(0.5)
輸出	1.6	▲1.9	0.4	▲0.7	▲0.1	▲0.1
輸入	4.3	▲4.3	2.0	0.7	▲2.6	▲2.6
名目GDP	0.1	1.2	0.5	0.5	▲1.7	▲1.2
GDPデフレーター(前年比)	▲0.6	0.1	0.4	0.6	1.2	1.2

(注) 右表は言及のない限り実質前期比、()内はGDP成長率への寄与度。
 (資料) 内閣府「四半期別GDP速報」より、みずほ総合研究所作成

設備投資、在庫投資は下方修正

法人企業統計季報によると、10～12月期の設備投資（ソフトウェアを含む、金融・保険を除く全産業、季節調整値）は前期比▲4.2%（7～9月期同▲1.7%）となった。製造業では、海外需要減速などを受け輸送用機械やはん用機械、生産用機械が低下したほか、非製造業では、建設投資の弱含みから不動産や建設が低下した。

法人企業統計の結果にサンプル調整などを加えた上で推計すると、GDPベースの実質設備投資は、前期比▲4.3%と1次速報（前期比▲3.7%）から下方修正となる見通しだ。法人企業統計で明らかになった投資需要が、1次速報時点で内閣府が公表していた仮置きの数よりもやや弱めの結果であったことが反映されるとみている。

なお、民間在庫投資は、法人企業統計による原材料在庫や仕掛品在庫の推計値が加わった結果、実質GDP前期比に対する寄与度は▲0.0%Ptと、1次速報から下振れした格好だ。

個人消費は変わらず、公共投資は下方修正

個人消費については、1次速報段階で明らかでなかった9月のサービス産業動向調査の結果を踏まえ、前期比▲2.9%（1次速報同▲2.9%）と変わらない結果を見込んでいる。

公共投資については、12月分の建設総合統計の発表を受け、前期比+0.1%（1次速報同+1.1%）とプラス幅が縮小すると予測している。政府消費は1次速報時点から変わらないとみているが、公的需要全体では前期比+0.2%（1次速報同+0.4%）と、プラス幅が縮小する見通しだ。

コロナウイルスの影響では輸出減、国内消費減の双方から年前半の景気を下押し

足元の鉱工業生産の動きをみると、1月は前月比+0.8%と、翌月のモデルチェンジ対応のために増産を行った自動車が寄与し、プラス圏で推移した。2月補正值（前月比+2.0%）、3月計画値（同▲6.9%）を踏まえると、1～3月期は前期比+0.3%と若干のプラスになるが、新型コロナウイルスの影響は十分に織り込まれておらず、生産計画は下方修正される公算だ。

コロナウイルスの日本経済への影響は、①個人消費の下押し、②財・インバウンド輸出の減少、③サプライチェーン寸断による国内生産停止、などが想定される。

既に①個人消費については、感染防止等の観点から活動自粛の動きが足元で進んでいる。過去で近い動きがみられた、東日本大震災や昭和天皇崩御の際は、特にサービス活動の低下が顕著であり、今回も同様の動きが発生するだろう。②輸出については、グローバルに感染が拡大するなかで、中国以外の他地域向けについても輸出が今後減少する可能性が高い。インバウンドについても、国内感染者数の拡大から、外国人客が日本を避ける動きが強まるとみている。③サプライチェーン寸断による生産活動の停止については、現時点では局所的・一時的な動きに留まっているが、長期化すればリスクが

顕在化する可能性が高まるだろう。

現時点で感染者数の今後の拡大ペースや終息時期は不透明だ。前回SARSの際は、発生から半年程度で終息していることから、現時点では年央頃にコロナウイルス影響が終息することをメインシナリオとしている。その場合、①個人消費や②輸出減が年前半の景気を下押しするものの、③サプライチェーン寸断までには至らず、年後半から持ち直すシナリオを想定している。日本経済は既に景気後退にあるとみており、その中での消費減・輸出減のインパクトは大きい。ただし、現時点ではコロナウイルスの影響はあくまで一時的であるとみており、本格的な雇用調整までには至らないと考えている。

もちろん、今回のコロナウイルスは前回のSARSよりも感染力が強いこと、また感染の再発も指摘される現状に鑑みると、影響が長期化するリスクは相応にある。長期化した場合には、工場の生産停止の発生、雇用調整による非自発的失業の増加が発生し、景気後退は深刻化するだろう。倒産件数拡大の可能性も長期化するほど高まると考えられる。

特に倒産リスクが大きいのは、インバウンド輸出と国内消費自粛双方の影響を受ける宿泊・小売産業だろう。同産業は規模が小さく経営基盤が脆弱な企業が多い。既に貸付保証や雇用調整助成金など、資金繰り支援等の対策は打たれているが、機動的に対策規模・範囲の拡充を実施する必要があるだろう。仮に、雇用調整が進んでしまった場合、企業が採用活動を再開するには需要の本格回復を待つ必要があるため、コロナウイルス終息後にも下押し影響が残存し、景気後退が長期化する恐れがある。