

QE 予測

2021年12月1日

年率▲2.8%と1次速報から上方修正を予想 (7~9月期2次QE)

調査部 経済調査チーム
 上席主任エコノミスト
酒井才介
 03-3591-1241
 saisuke.sakai@mizuho-ir.co.jp

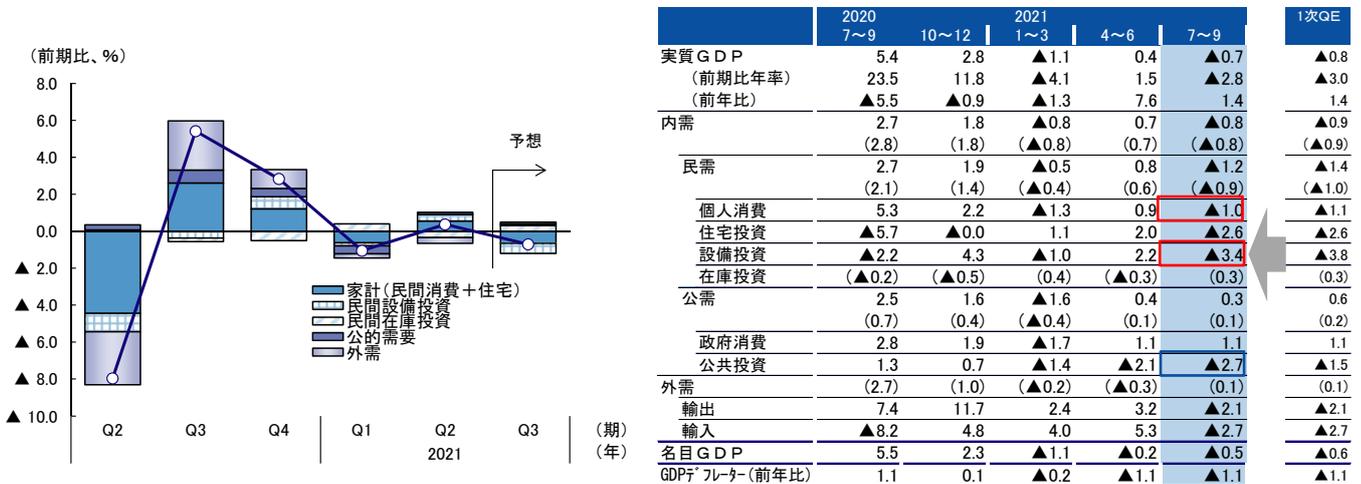
- 7~9月期の実質GDP(2次速報値)は、法人企業統計の公表などを受け、前期比▲0.7%(年率▲2.8%)と1次速報の前期比▲0.8%(年率▲3.0%)から小幅な上方修正を予測
- 個人消費、設備投資が上振れた一方、公共投資が下振れ。巣ごもり需要の一巡やデルタ株の感染拡大、供給制約が下押し要因になり、7~9月期の日本経済は低迷が続いたとの見方は変わらず
- 10~12月期、1~3月期の日本経済は個人消費を中心に高成長が続く見通し。ただし感染懸念の残存や半導体不足の長期化、交易条件悪化が下押しし、GDPは年度内に2019年平均水準を取り戻せず

7~9月期の実質GDP(2次速報)は1次速報から小幅な上方修正を予想

12月8日(水)に内閣府から7~9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▲0.7%(年率▲2.8%)と、1次速報の年率▲3.0%から小幅な上方修正が予想される(図表)。個人消費、設備投資が上振れた一方、公共投資が下振れたとみられる。

もっとも、上方修正とはいえ、個人消費・設備投資・輸出がいずれも減少し、7~9月期の日本経済は低迷が続いたとの評価は変わらない。巣ごもり需要の一巡やデルタ型変異株の感染拡大、半導体不足などを受けた自動車の大幅な減産による下押し影響を再確認する結果になるだろう。

図表 2021年7~9月期GDP(2次速報)予測



(注) 表の数値は言及しない限り実質前期比。()内はGDPへの寄与度
 (資料) 内閣府「四半期別GDP速報」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

設備投資は上方修正、在庫投資は変わらず

法人企業統計季報によると7～9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▲2.6%（4～6月期同+3.3%）と3四半期ぶりのマイナスとなった。製造業が同▲1.7%、非製造業が同▲3.0%の減少となった。デジタル化・省力化関連投資が引き続き押し上げ要因となったほか、好調な半導体市場を受けて能力増強投資を増やす動きが一部の業種で出ているとみられる。しかし、4～6月期の設備投資の大幅な増加は更新投資の再開が主因であると考えられ、7～9月期にはその反動が出た格好だ。半導体不足などの供給制約も下押し要因になったとみられる。

法人企業統計の結果にサンプル調整などを施した上で推計すると、GDPベースの実質設備投資は、前期比▲3.4%と1次速報（同▲3.8%）から小幅の上方修正となる見通しだ。

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るが、実質GDP前期比に対する寄与度は+0.3%Ptと、1次速報（同+0.3%Pt）から変わらないと予想する。

公共投資は下方修正

公共投資については、9月分の建設総合統計の発表を受け、前期比▲2.7%と1次速報（同▲1.5%）から下方修正を予想する。政府消費は1次速報時点（同+1.1%）から変わらず、公的需要全体では前期比+0.3%（1次速報同+0.6%）と、1次速報から下方修正を予想する。

個人消費は小幅な上方修正、外需は変更なし

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が織り込まれ、前期比▲1.0%と1次速報（同▲1.1%）から小幅な上方修正を予想する。1次速報において、内閣府は業界統計や業界大手企業のデータ等を用いて9月値を補外する処理を行っており、2次速報での修正幅は大きくないとみている。

外需についても、1次速報時点で9月の国際収支統計まで反映されていることから、ほぼ修正はされないだろう。

今回の2次速報では年次推計の改定、推計方法の見直しによりGDPが過去に遡って改定される点に留意が必要

なお、今回の2次速報では、2020年度分が「第一次年次推計」（従来の「確報」）に切り替わるほか、R&D（研究・開発）推計における基礎統計の変更など、一部推計方法の見直しが行われる。本予測では、「第一次年次推計」への切り替えや推計方法見直しによってGDPが過去に遡って改定される影響は織り込んでいない。これらの影響次第では、7～9月期前期比が大きく変化する可能性がある点には留意が必要だ。

サービス消費の回復、自動車減産幅の縮小を受け、10～12月期、1～3月期は高成長が続くと予測

以上より、7～9月期の実質GDP（2次速報値）は1次速報から上方修正が見込まれるものの、大幅なマイナス成長であることに変わりはなく、日本経済の低迷が続いたことを示す結果になるとみられる。

一方、10～12月期以降の経済活動は、回復に向かうとみてよいだろう。政府は感染や医療体制の状況改善に伴い、9月末で緊急事態宣言とまん延防止

等重点措置を全面的に解除した。解除後1カ月は経過措置として飲食店の時短要請やイベント開催制限を実施したが、感染者数が引き続き全国的に減少傾向で推移したことを受け、10月25日には東京都など首都圏4都県と大阪府で飲食店に対する時短要請が解除された。10月以降の小売・娯楽モビリティは回復傾向で推移しており、東京都においても11月下旬時点でコロナ禍前対比▲12%程度と、昨年末のピークを上回る水準に達している。JCB/ナウキャスト「JCB消費NOW」をみても、10月以降の対人接触型サービス消費は外食を中心に回復傾向が鮮明になっている(みずほリサーチ&テクノロジーズによる季節調整値では、10月から11月前半にかけての対人接触型サービス消費は7~9月期平均対比で3割以上増加している)。

また、政府は、GoToトラベル事業について、ワクチン接種証明・陰性証明を活用した安全・安心の確保の仕組み作りや平日への旅行需要の分散化などの見直しを行った上で、来年1月にも再開する方針だ。全国のワクチン2回目普及率は11月下旬に全人口ベースで76%に到達しており、ワクチン接種証明の利活用が押し上げ要因になることで対人接触型サービス消費(外食、宿泊、旅行・交通、娯楽)の回復が続く見通しだ。

さらに、半導体不足による影響は引き続き残存するものの、東南アジアの感染拡大を受けた部品供給の停滞による影響の緩和を受け、自動車の減産幅が縮小に向かうことも10~12月期以降の日本経済の押し上げ要因になるだろう。

これらを踏まえ、10~12月期、1~3月期の日本経済は、個人消費を中心に高成長が続くと予測している(現時点では、10~12月期は前期比年率7%程度の成長を見込んでいる)。欧米と比較してワクチン接種の出だしが遅れたことで、7~9月期の日本経済は感染再拡大に伴う弱さが目立ったが、逆に10~12月期以降は欧州などで感染が再拡大する中で日本経済の回復が際立つ構図になるだろう。12~19歳の1回目接種率が70%を超過するなど、日本は若年層を含め年齢による接種率の差が小さいことが足元で感染再拡大を抑制する一因になっていると考えられる。加えて、日本では感染防止効果が高いmRNAワクチン(ファイザー、モデルナ)の使用割合がほぼ100%であり、感染が再拡大している欧州や韓国では70~80%にとどまっていることとの違いが表れているとみられる。

ただし、デルタ株の感染力の強さやワクチンの感染防止効果に関する研究結果等を踏まえると、ワクチン普及のみでは集団免疫の獲得は難しく、2022年も感染の懸念が残る状況になると考えられる。

ワクチンを打っていない子どもと同居する親世代、あるいは重症化した場合の感染リスクが相対的に高い高齢者などを中心に、消費者の一部ではワク

集団免疫の獲得には至らず、リベンジ消費は限定的に。4~6月期には感染第6波の発生が下押し要因に

**半導体不足の影響長期化
や交易条件悪化が下押し
要因に。年度後半もGDPは
コロナ禍前（2019年平均）
の水準を取り戻せず**

チン接種後も慎重姿勢が残ることが予想され、ペントアップ需要（リベンジ消費）は全体としてみれば限定的になるだろう。対人接触型サービス消費は1～3月期にかけてコロナ禍前の水準程度まで一時的に回復したとしても、コロナ前を大きく上回るほどの消費の盛り上がりは期待しにくい。

さらに、人出の増加に伴い、感染第6波の発生が懸念される。みずほリサーチ&テクノロジーズによる疫学モデルを用いたシミュレーションでは、2022年初にかけて人出がコロナ禍前の水準まで戻った場合、2022年4～6月期に感染第6波が発生すると予測される。ワクチンを接種しない子どもを介した感染拡大などにより、新規感染者数は第5波を大幅に上回り、重症病床使用率は、政府の感染症対策分科会が新たに策定した5段階の感染レベル判断のうち、緊急事態宣言の発令目安となるレベル3相当（50%超）に達する可能性が高い。医療体制のひっ迫を受け、政府が緊急事態宣言を再発令することも十分に考えられる。緊急事態宣言中もワクチン・検査パッケージが適用され、ワクチン接種者には行動制限が課されないと想定されることから、これまでの緊急事態宣言発令時と比べて消費の落ち込み幅は小さいと考えられる。しかし、ワクチン未接種者（国民の2割程度）を中心に消費行動が慎重化し、全体としても4～6月期以降の対人サービス消費はコロナ禍前を下回る推移を余儀なくされるだろう。

また、車載向け半導体の供給不足を受けた自動車減産による下押し影響は2022年も続く公算だ。車載半導体は特殊仕様が多く、早期増産が難しい。車載向け半導体に係る増産計画で規模の大きなものは2023年以降に稼働する案件が多く、東南アジアにおける後工程生産の回復や自動車メーカーによる在庫積み上げの沈静化を考慮したとしても、車載半導体不足による自動車生産の下押しは当面続く公算が大きいだろう。各自動車メーカーは2021年度後半に挽回生産を計画している模様だが、半導体不足の影響が残存する状況下では、メーカーの意欲的な生産計画は実現しない可能性が高い。挽回生産は2022年に持ち越される公算が大きく、半導体調達の巧拙などによって、自動車メーカーごとに生産の回復度合いにばらつきが出てくるとみている。

加えて、世界的な商品市況の高騰を受けた交易条件の悪化が企業・家計の負担を増加させる。資源価格の上昇や円安を踏まえて2021年度の原材料輸入額を試算すると、価格要因により前年度から13兆円程度増加する見通しだ。金額ベースで増加幅がもっとも大きいのは、原油（+6.1兆円）であり、天然ガス（+1.9兆円）、石炭（+0.9兆円）とあわせて、燃料価格や電気料金の上昇を通じて幅広い業種の収益を圧迫するほか、個人消費も下押しされるだろう。2021年度後半から2022年度前半にかけて、設備投資や個人消費の減少を通じてGDPが▲0.3%程度下押しされると見込んでいる。

**政府による経済対策の
GDP押し上げ効果は限定的。
需要喚起策というより生活
支援・資金繰り支援の色彩
が強く、給付措置の迅速な
執行が重要**

以上のとおり、10～12月期以降の日本経済は回復に向かうことが見込まれる一方で、これらの下押し要因が回復を阻害することで、年度後半もGDPはコロナ禍前（2019年平均）の水準を取り戻せないとみている（政府が目標としていた年内の2019年10～12月期水準回復も達成は困難であり、同水準の回復は2022年入り後になるだろう）。

こうした中、政府は、11月19日に経済対策をとりまとめ、26日には財源となる2021年度補正予算案を閣議決定した。今回の経済対策の経済効果（GDP押し上げ効果）については、2021年度で+0.3%（家計向けの現金給付やGoToキャンペーン事業が押し上げに寄与）、2022年度で+1.0%（公共事業の進捗やGoToキャンペーン事業、クーポン・マイナポイントによる消費需要などが押し上げに寄与）と見込んでいる。家計向け現金給付については、感染の懸念が残存する中で消費行動に慎重姿勢が残ることに加え、家電などの耐久財もテレワーク・巣ごもり需要が既に一巡していることなどを踏まえれば、大部分が貯蓄に回る可能性が高い。そのほか、コロナ禍の影響を受けた中小企業への給付金（「事業復活支援金（仮称）」、最大250万円）や時短要請等に応じた飲食店等への協力金（地方創生臨時交付金）は主に固定費等の支払いに回り、設備投資を増加させる効果は限定的であると考えられる。

このように、今回の経済対策は、財政支出の規模と比してGDP押し上げ効果は大きくないと考えられる。上記の家計向け現金給付や企業向け給付は、需要刺激策というより、人々の生活支援・企業の資金繰り支援としての意味合いが強いことが背景にある。コロナ禍の長期化や交易条件の悪化などの逆風に直面する中、打撃を受ける企業や生活困窮者を支援することには重要な意義がある。倒産や失業の増加を抑制し、経済活動のさらなる落ち込みを防止するためには、これらの給付措置を迅速に執行することが求められる。

一方で、今回の家計向け現金給付については、政策目的が曖昧なまま政治的に給付額・給付対象が決定された印象が強い。18歳以下の子どもに対する給付について、年収960万円超は所得制限としては緩く（事実上一律給付に近い）、貧困者対策としては給付対象をより絞った上で1世帯当たりの給付額を大きくした方が効果的であると考えられる。子育て支援として考える場合、1回限りの現金給付ではなく社会保障政策など別の政策で中期的に子育て環境を整えることが本来望ましいと考えられる。このように、今回の給付措置については様々な点で問題がみられ、追加歳出が膨らんだ一方で政策効果に疑問の余地が残ってしまった点は、今後の政策運営において改善する必要がある。行政のデジタル化を一刻も早く推進し、マイナンバーの活用を通じて、真に支援が必要な人を行政側が特定して迅速にプッシュ型給付を実施できる体制を整える必要があるだろう。

新たな変異株が懸念材料として浮上。既に世界各地で感染を確認。ワクチンの感染防止効果への影響や重篤度の大きさを見極める必要

リスク要因として懸念されるのがアフリカ南部で発生した新しい変異株（オミクロン型、以下「オミクロン株」）である。感染に関するスパイクタンパク質の変異箇所が多く、感染力の強まりやワクチン効果低下の可能性が懸念され、WHOはVOC（懸念すべき変異株）に指定した。南アフリカでは感染者に占めるデルタ型の割合が急低下しており、急速にオミクロン型に置き換わっている可能性が示唆される。英・米・EUなど主要国は軒並みアフリカ南部からの入国を禁止する措置を講じているが、既にオランダ、ポルトガル、オーストラリア、カナダなどを中心に感染者が確認されている。

南アフリカへの外国人渡航者数は月間27万人程度であるが、うち15%程度を欧州や北米、アジアが占めており、これらの地域からの南アフリカへの渡航者数が（北半球の）夏場にかけて増加傾向で推移していることを踏まえれば、オミクロン株の拡散が懸念される。

政府は11月30日より外国人の新規入国を原則停止する措置を講じており、迅速な対応として評価出来る。しかし、報道によれば、ナミビア滞在歴があり11/28に日本に到着した外交官からオミクロン株が検出されたとのことである。現在も一定の条件の下で外国人の入国は認められており、毎月数万人単位で海外在住の日本人や外国人の入国が今後も続く可能性が高く、オミクロン株の流入を完全に防止することは難しい。入国後の隔離、感染者の早期発見・隔離を徹底していくしかないだろう。

オミクロン型変異株の感染力がデルタ型変異株以上に強いとすれば、今後、国内でオミクロン株がまん延する可能性があることも念頭に置いておかねばならない。これまでのアルファ株やデルタ株が国内に流入してからまん延に至るまでのタイムラグが概ね3~4カ月であったことから、オミクロン株がまん延するのは2022年2~3月頃となる可能性がある。一方で、それが経済にどの程度の影響を及ぼすかは、ワクチンの感染防止効果への影響や重篤度の大きさによる。今後数週間かけてそれらの性質を見極めていく必要があるだろう。

ワクチン普及に伴い経済活動が回復に向かいつつあった中で、世界経済・日本経済は新たなリスクに晒されている。引き続き、感染動向から目が離せない状況が続きそうだ。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。