

QE 予測

2021年7月30日

年率▲0.3%と小幅なマイナス成長を予測 (4~6月期1次QE)

調査部上席主任エコノミスト

酒井才介

03-3591-1241

saisuke.sakai@mizuho-ir.co.jp

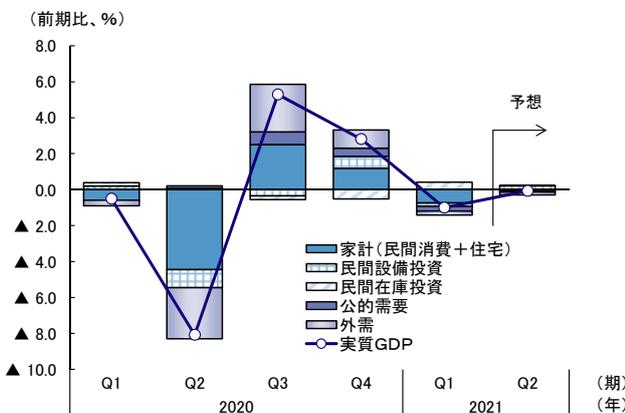
- 4~6月期の実質GDPは前期比▲0.1% (年率▲0.3%) と、小幅なマイナス成長を予測。3回目の緊急事態宣言の発令を受け、対人接触型サービスを中心とした個人消費の減少などが下押し
- 米国・中国を中心に海外経済が堅調に推移したほか、好調な半導体市場などが押し上げ要因となり、輸出は増加基調を継続。設備投資も更新投資の再開を主因として2期ぶりのプラス
- 7~9月期は、輸出や設備投資の増加基調が続く一方、デルタ型変異株の感染拡大や4回目の緊急事態宣言の発令・延長を受けて個人消費が低迷。半導体の供給不足も下押しし、弱い伸びを予想

2021年4~6月期の実質GDPは前期比▲0.1% (年率▲0.3%) と小幅なマイナス成長を予測

8月16日(月)、内閣府より4~6月期の「四半期別GDP速報(1次QE)」が公表される。現時点で入手可能な基礎統計を用いて推計すると、同期の実質GDPは前期比▲0.1% (年率▲0.3%) と、小幅なマイナス成長になると予測される(図表)。

米国・中国を中心に海外経済が堅調に推移したほか、好調な半導体市場などが押し上げ要因となり、輸出や設備投資は増加したとみられる。一方、4月に発令された3回目の緊急事態宣言の発令を受けて個人消費が減少したほか、公的需要の減少や輸入の増加が下押し要因になった。全体としては下押し要因が若干上回り、小幅なマイナス成長になると予測する。

図表 2021年4~6月期GDP(1次速報)予測



	2020 4~6	7~9	10~12	2021 1~3	4~6
実質GDP	▲8.1	5.3	2.8	▲1.0	▲0.1
(前期比年率)	▲28.6	22.9	11.7	▲3.9	▲0.3
(前年比)	▲10.1	▲5.6	▲1.1	▲1.6	7.1
内需	▲5.2	2.6	1.8	▲0.8	0.1
(▲5.2)	(2.6)	(1.8)	(▲0.8)	(0.1)	
民需	▲7.2	2.6	1.8	▲0.7	0.2
(▲5.4)	(2.0)	(1.3)	(▲0.5)	(0.2)	
個人消費	▲8.3	5.1	2.2	▲1.5	▲0.3
住宅投資	0.6	▲5.7	0.0	1.2	3.5
設備投資	▲6.1	▲2.1	4.3	▲1.2	1.3
在庫投資	(0.1)	(▲0.2)	(▲0.5)	(0.4)	(0.0)
公需	0.5	2.5	1.7	▲1.0	▲0.3
(0.1)	(0.7)	(0.5)	(▲0.3)	(▲0.1)	
政府消費	0.2	2.9	1.8	▲1.1	▲0.1
公共投資	2.2	0.8	1.3	▲0.5	▲1.0
外需	(▲2.8)	(2.6)	(1.0)	(▲0.2)	(▲0.2)
輸出	▲17.5	7.3	11.7	2.2	2.8
輸入	▲0.7	▲8.2	4.8	3.9	4.0
名目GDP	▲7.8	5.6	2.4	▲1.3	▲0.1
GDPデフレーター(前年比)	1.4	1.2	0.2	▲0.1	▲0.6

(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

**個人消費は3回目の緊急
事態宣言の影響でサービ
スを中心に落ち込み**

需要項目別にみると、個人消費は前期比▲0.3%（1～3月期同▲1.5%）と2期連続のマイナスが見込まれる。先述したとおり3回目の緊急事態宣言が発令されたことが下押し要因となったとみられる。

3回目の緊急事態宣言は、1月から3月にかけて実施された2回目の緊急事態宣言と比べて厳しい措置が講じられた。飲食店への休業要請（酒類・カラオケを提供する飲食店が対象）に初めて踏み切ったほか、酒類を提供しない飲食店に対しても夜20時までの営業時間短縮要請が実施された。2回目の緊急事態宣言で見送られた商業・娯楽施設に対する休業要請も盛り込まれた。5月の緊急事態宣言延長に伴い、商業施設の休業要請は時短要請に緩和されたが、東京、大阪は独自に商業施設の休業要請を継続した。

これを受け、対人接触型のサービス消費（外食、宿泊、旅行・交通、娯楽）が減少したほか、財消費も百貨店等の休業・時短要請に加えて半導体の供給制約による自動車の国内販売減少が下押し要因になり、減少したとみられる。緊急事態宣言が解除された6月後半は持ち直しの動きがみられたものの、4～6月期を通じてみれば前期比で減少したと予測する。

**設備投資は更新投資の再
開を主因として2期ぶり
のプラス**

設備投資は前期比+1.3%（1～3月期同▲1.2%）と、2期ぶりにプラスに転じたと予測する。デジタル化・省力化関連のソフトウェア投資など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が、足元の設備投資の増加は更新投資の再開が主因であると考えられ、景気を大きくけん引するほどの力強さはみられない。

日本銀行の資金循環統計をみると、企業部門は現預金と借入が両建てで増加しており、先行き不透明感が残る中、多くの企業は引き続き手元流動性を厚めに保有していることがわかる。企業行動に慎重さが残る中では、設備投資回復の本格化は期待しにくい。

日銀短観（6月調査）をみても、2021年度の設備投資計画（全規模・全産業）は前年度比+7.1%と大幅なプラスとなっているものの、大幅に落ち込んだ2020年度（▲8.5%）の反動で説明できる範囲であり、足元の増加もこれまで先送りされた投資需要の発現によるものと考えられるだろう。

**住宅投資はプラス。民間
在庫投資は横這い**

民間需要のその他項目は、住宅投資が前期比+3.5%（1～3月期同+1.2%）と増加が見込まれる。住宅着工は、2021年に入ってから堅調な推移が続いており、進捗ベースの住宅投資も増加したとみられる。

在庫投資の寄与度は+0.0%Pt（1～3月期：+0.4%Pt）と横這いを予測する。車載向け半導体不足を受けて自動車の在庫減少が下押ししたとみられる。ただし、法人企業統計（9月1日公表予定）の結果が反映される2次速報値（9月8日公表予定）で修正される可能性がある。

公的需要はマイナス。国土強靱化事業の一服で公共投資がマイナス、医療給付減少で政府消費も小幅マイナス

輸出は資本財・情報関連財が牽引。輸入の大幅増加で外需寄与度はマイナス

変異株感染拡大を受けた4回目の緊急事態宣言発令・延長、半導体不足による自動車減産が下押しし、7～9月期は弱い伸びに

公的需要は、前期比▲0.3%（1～3月期同▲1.0%）と2期連続のマイナスが見込まれる。国土強靱化関連の事業が一服したことで、公共投資は前期比▲1.0%（1～3月期同▲0.5%）と2期連続で減少した模様である。一方、政府消費は、ワクチン接種が押し上げ要因となる一方、感染再拡大に伴い一般的な病症に係る医療給付が減少したことを受け、前期比▲0.1%（1～3月期同▲1.1%）と小幅なマイナスが見込まれる。

輸出は前期比+2.8%（1～3月期同+2.2%）と4期連続のプラスを予測している。車載向け半導体の供給制約が自動車輸出を下押しした一方、米国・中国を中心とした設備投資の増加や、オンライン需要の増加（テレワークやECの拡大）を背景に資本財（半導体製造装置や建設機械等）、情報関連財の輸出がけん引した。

輸入については、（自動車以外の）生産が堅調であることや情報関連機器の需要が増加したことなどを受け、前期比+4.0%（1～3月期同+3.9%）と3期連続で高い伸びで推移したとみられる。

輸入の伸びが輸出の伸びを上回ったことを受け、純輸出の実質GDP成長率に対する寄与度は▲0.2%Pt（1～3月期▲0.2%Pt）と、マイナスに寄与したと予測される。

以上のように、4～6月期の日本経済は、緊急事態宣言を受けた個人消費の減少などを受け、小幅なマイナス成長になったとみられる。世界的に製造業の回復傾向が続く中、財部門とサービス部門（特に対人接触型サービス）の二極化が続いた格好だ。

7～9月期も、変異株の感染拡大や4回目の緊急事態宣言の発令・延長などが下押し要因となり、弱い伸びになると予測している。

足元の新型コロナウイルスの感染動向をみると、感染力の強いデルタ型変異株（いわゆるインド型変異株、以下デルタ株）の広がりを受けて首都圏の新規感染者数が一段と増加しており、関東全体でみても5月の感染第4波のピークを超過している。特に、東京の新規感染者数は前週比約1.6倍で増加しており、デルタ株の感染力はアルファ株（英国型）対比で相当に強い可能性が高い。東京都iCDCの変異株スクリーニング検査では、デルタ株の比率が7/19～7/25時点で58.8%（速報値）と前週（46.3%）から上昇しており、アルファ株（英国型）からの急速な置き換わりがみられる。

政府は7月12日に東京都を対象として4回目の緊急事態宣言を発令し、酒類・カラオケ設備を提供する飲食店・遊興施設などに対する休業要請と、それ以外の飲食店・遊興施設への営業時間短縮要請（午前5時から午後8時まで）を実施した。現時点では人出を抑制する効果の十分な発揮には至っておらず（東京都の小売・娯楽モビリティの水準は本稿執筆時点でコロナ禍前対比▲

東京では8月上旬にも医療逼迫の懸念。この夏場がコロナ禍の最後の正念場

25%近傍と、緊急事態宣言発令前からほぼ変わらない水準での推移が続いている）、首都圏や各地域で感染拡大が続いていることを受け、政府は7月30日に埼玉、千葉、神奈川、大阪に対して追加発令し、発令期間は8月31日まで（東京・沖縄も同日まで延長）とする方針だ。入院者数・重症者数は既に増加に転じており、8月上旬には医療体制のひっ迫が懸念されることから、規制措置の強化（例えば大規模イベントの中止、大規模商業施設への休業要請等）や発令期間の再延長がなされることも十分に考えられるだろう。

宣言の再延長・規制強化がなされる可能性が高いことに加え、感染者数の急増や医療体制のひっ迫を巡る悲観的な報道が増えることで（アナウンスメント効果）、先行きの人出は減少が見込まれる。7～9月期の個人消費は、対人接触型サービス消費を中心に低迷が続くと予測する。

さらに、車載向け半導体の供給不足を受けた自動車の減産が引き続き下押し要因となるだろう。巣ごもり需要や顧客側の在庫獲得競争を受けてマイコンの需要が急増しており、車載向けでも需要増に供給が追い付かない状況が続いている。半導体メーカーが増産投資をしても、装置発注から半導体出荷まで約2年を要するため、需要増を受けた設備投資が供給力に寄与するのは2022年以降になるとみられる。加えて、感染拡大による東南アジアからの部品供給減もマイナス要因になるだろう。自動車メーカーが夏場にかけて一部の工場の生産停止を発表する動きもみられており、7～9月期においても自動車の輸出・国内販売が下押しされるだろう。

以上を踏まえると、7～9月期の実質GDPも弱い伸びになる可能性が高い。輸出・設備投資は緩やかな増加基調が続くとみられる一方、個人消費の低迷が下押しするとみられる。

最も危惧されるのは、先述したとおり入院者数・重症者数の増加で医療体制がひっ迫してしまうことである。東京都では8月上旬にも中等症患者あるいは重症者の即時入院が難しくなったり、病床や医療従事者確保のために新型コロナウイルス対応以外の通常診療が困難になったりする状況に陥ることが懸念される。仮に今後の人出が十分に減少しない場合、ワクチンが十分に普及していない現役世代を中心に入院者数・重症者数が大幅に増加してしまうリスクがある。

足元のワクチン接種回数は、データ入力遅れの影響を考慮すると実勢では1日110万回前後で推移しているとみられる。このままワクチンが順調に普及していけば、秋以降は段階的に人出を回復させても感染拡大を防ぐことができると考えられ、この夏場が日本のコロナ禍における最後の正念場と言えるだろう。引き続き、人出や感染の動向、政府の対応を注視していきたい。

●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。