

Q E 解説

2021年8月16日

年率+1.3%と2四半期ぶりの プラス成長 (4~6月期1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

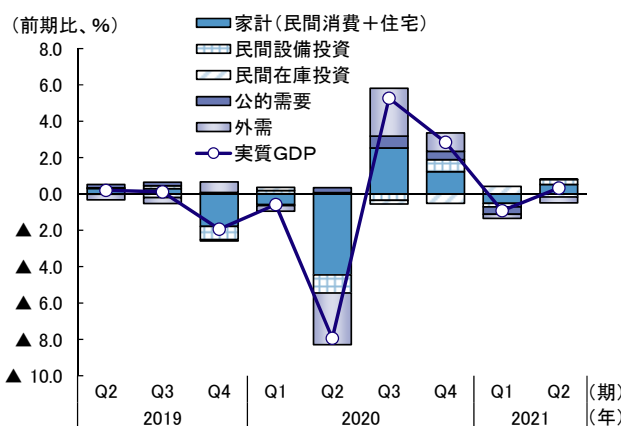
saisuke.sakai@mizuho-ir.co.jp

- 4~6月期の実質GDPは前期比+0.3% (年率+1.3%) と、2四半期ぶりのプラス成長。3回目の緊急事態宣言の発令が下押しも、個人消費は制限の緩和・解除で6月に持ち直し
- 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+0.3% (年率+1.3%) と2四半期ぶりのプラス成長

2021年4~6月期の実質GDP成長率 (1次速報) は、前期比+0.3% (年率+1.3%) と、2四半期ぶりのプラス成長になった (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。4月に発令された3回目の緊急事態宣言後の個人消費は弱含んだが、制限の緩和・解除を受けて6月に持ち直し、四半期ベースの個人消費はプラスとなった。民間在庫投資のマイナス寄与や輸入増加が下押ししたものの、全体として小幅のプラス成長になった。

図表 2021年4~6月期GDP (1次速報)



	2020 4~6	7~9	10~12	2021 1~3	4~6
実質GDP	▲7.9	5.3	2.8	▲0.9	0.3
(前期比年率)	▲28.2	22.8	11.9	▲3.7	1.3
(前年比)	▲10.1	▲5.6	▲1.0	▲1.3	7.5
内需	▲5.1	2.5	1.8	▲0.7	0.6
(▲5.1)	(2.6)	(1.8)	(▲0.7)	(0.6)	
民需	▲7.2	2.6	1.9	▲0.4	0.9
(▲5.4)	(2.0)	(1.4)	(▲0.3)	(0.6)	
個人消費	▲8.3	5.1	2.3	▲1.0	0.8
住宅投資	0.6	▲5.7	0.0	0.9	2.1
設備投資	▲6.0	▲2.1	4.3	▲1.3	1.7
在庫投資	(0.1)	(▲0.2)	(▲0.5)	(0.4)	(▲0.2)
公需	1.1	2.3	1.6	▲1.5	0.1
(0.3)	(0.7)	(0.4)	(▲0.4)	(0.0)	
政府消費	0.7	2.8	1.8	▲1.7	0.5
公共投資	2.9	0.7	1.0	▲1.0	▲1.5
外需	(▲2.9)	(2.6)	(1.0)	(▲0.2)	(▲0.3)
輸出	▲17.5	7.3	11.7	2.4	2.9
輸入	▲0.7	▲8.2	4.8	4.0	5.1
名目GDP	▲7.6	5.4	2.3	▲1.0	0.1
GDPデフレーター(前年比)	1.4	1.2	0.2	▲0.1	▲0.7

(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
事態宣言が下押しも6月
に持ち直し、2四半期ぶり
のプラス**

需要項目別にみると、個人消費は前期比+0.8%（1～3月期同▲1.0%）と2四半期ぶりのプラスになった。

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4～5月にかけて減少した。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ったとみられる。一方、緊急事態宣言の緩和・解除を受けて6月は持ち直し、サービスは前期比+1.5%（1～3月期同▲2.2%）と、4～6月期を通じてみれば前期比で増加に転じた。財消費も非耐久財が減少（同▲0.6%）した一方、耐久財（同+0.4%）・半耐久財（+1.9%）はプラスとなり、個人消費全体でも増加する格好になった。

**設備投資は更新投資の再開を
主因として2四半期ぶりの
プラス**

設備投資は前期比+1.7%（1～3月期同▲1.3%）と、2四半期ぶりにプラスに転じた。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。もっとも、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、企業部門の現預金と借入は両建てで増加した状態が続いており、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だ。日本政策投資銀行の全国設備投資計画調査（2021年8月）をみても、実績にかけて下方修正される例年の傾向を踏まえると2021年度の設備投資は前年比で1桁台の伸びにとどまり、2019年度の水準に戻らない見通しである。これらを踏まえれば、足元の増加もこれまで先送りされた投資需要の発現が主因と考えるべきだろう。

住宅投資はプラス。民間

他の民需では、住宅投資が前期比+2.1%（1～3月期同+0.9%）と増加し

在庫投資はマイナス

公的需要はプラス。国土強靱化事業の一服で公共投資が減少した一方、ワクチン接種で政府消費は増加

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

た。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。

在庫投資の寄与度は▲0.2%Pt（1～3月期：+0.4%Pt）とマイナスになった。車載向け半導体不足を受けて自動車の在庫減少などが下押し要因になり、仕掛品在庫、製品在庫を中心にマイナスに寄与した。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。

民間需要全体では前期比+0.9%（1～3月期同▲0.4%）と、2四半期ぶりのプラスとなった。

公的需要は、前期比+0.1%（1～3月期同▲1.5%）と小幅なプラスとなった。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▲1.5%（1～3月期同▲1.0%）と2四半期連続で減少した。一方、政府消費は、ワクチン接種が押し上げ要因となり、前期比+0.5%（1～3月期同▲1.7%）と2四半期ぶりのプラスになった。

輸出は前期比+2.9%（1～3月期同+2.4%）と4四半期連続のプラスとなった。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+5.1%（1～3月期同+4.0%）と3四半期連続で高い伸びで推移した。

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▲0.3%Pt（1～3月期▲0.2%Pt）と、2四半期連続でマイナスになった。

以上のように、4～6月期の日本経済は、緊急事態宣言が下押し要因になったものの、内需が増加したことでプラス成長に転じた。

しかし、1～3月期の落ち込みと比べれば反発力は弱く、まだまだ楽観視できない状況であることに変わりはない。7～9月期は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）の広がりを受けて全国的に感染者数が急増している。関東の新規感染者数は1月ピーク時の2倍超に達した。東京都、埼玉県、千葉県ではデルタ株の比率が8割程度まで上昇してお

り、これまで支配的だったアルファ株（英国型）をほぼ置き換えている。関東以外でもデルタ株の拡大は続いており、近畿、九州・沖縄、中部の新規感染者数は5月半ばの既往ピーク水準を超過している。

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。その後も感染拡大が続いたことを受け、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、発令期間を8月31日まで（東京・沖縄も同日まで延長）とした。

入院者数は前回の第4波を上回り、重症者数も過去最高を更新するなど、入院者数・重症者数は急激に増加しており、医療体制のひっ迫が続いている（東京都では、自宅療養者数と療養先調整中の人数が急速に増加し、既往ピークを大幅に超過している）。こうした状況を踏まえれば、緊急事態宣言の発令期間は再延長される可能性が高いと考えられるだろう。全国的に感染が拡大し、入院病床使用率がステージIV相当の都道府県も多いことから、宣言の対象地域が追加されることも十分に考えられる。

緊急事態宣言が人出を抑制する効果が弱まっているとの指摘も多いが、足元では東京の小売・娯楽モビリティは低下傾向で推移している。先述したように宣言の再延長・対象地域の拡大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）、先行きの人出は更なる減少が見込まれる。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になるだろう。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月期の日本経済の回復力は弱いもの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。

一方、ワクチンが現役世代まで普及していくことで、10～12月期以降は経

「10～12月期以降はワクチン普及で経済活動が回復」がメインシナリオ。リスクはワクチンの有効

性低下

済活動の回復ペースの加速が期待される。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（内訳をみると、現役世代が1日当たり90万回前後と接種の中心になっている）。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るだろう。

リスクとして懸念されるのは、デルタ型でワクチンの感染抑制効果が低下することである。感染が広がる英国やイスラエルでは、ワクチンによる発症・重篤化防止効果は引き続き高いものの、感染防止効果が従来株の9割超から英国で79%、イスラエルで64%に低下したとの調査もある。感染防止効果の低下は、目標とするワクチン普及率や行動制限の解除時期に影響する可能性があり、留意が必要だ。

さらに、新たな接種希望者の減少によりワクチン普及が遅れることも考えられる。政府としては、ワクチン供給安定化により接種機会を確保すること、ワクチンの効果・安全性や「利他性」の周知強化で接種忌避層・未決定層の接種を後押しすることに加え、接種者へのGoToキャンペーンの食事券・旅行券支給など経済的インセンティブの導入も検討する余地があるだろう。

- 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。