

Q E 予測

2021年9月1日

年率+1.7%と1次速報から上方修正を予想 (4~6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

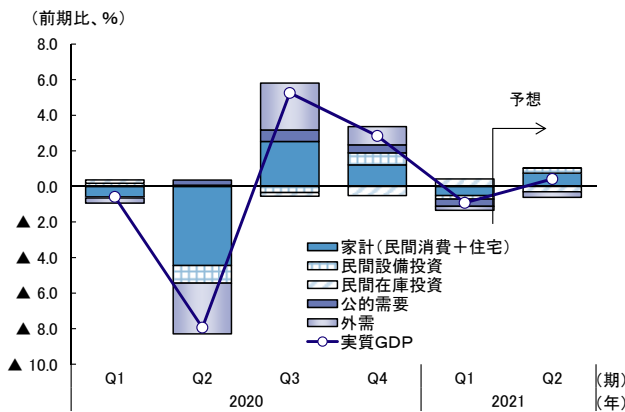
- 4~6月期の実質GDP (2次速報値) は、消費デフレーター修正や法人企業統計の公表などを受け、前期比+0.4% (年率+1.7%) と1次速報の前期比+0.3% (年率+1.3%) から上方修正を予想
- 個人消費、設備投資が上振れた一方、在庫投資が下振れ。緊急事態宣言が下押し要因になり、1~3月期の落ち込みに比して回復力は弱く、4~6月期の日本経済は低迷が続いたとの見方は変わらず
- 7~9月期は、輸出や設備投資の増加基調が続く一方、デルタ型変異株の感染拡大を受けて個人消費が低迷。半導体の供給不足や東南アジアからの部品供給減も下押しし、0%近傍の弱い伸びを予想

4~6月期の実質GDP (2次速報) は1次速報から上方修正を予想

9月8日(水)に内閣府から4~6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+0.4%(年率+1.7%)と、1次速報の年率+1.3%から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、在庫投資が下振れたとみられる。

もっとも、上方修正とはいえ1~3月期の落ち込み(前期比年率▲3.7%)に比して回復力は弱く、反動で説明できる範囲内である。4月に発令された3回目の緊急事態宣言が4~5月にかけて個人消費を下押ししたことで、4~6月期の日本経済は低迷が続いたとの評価は変わらないだろう。

図表 2021年4~6月期GDP (2次速報) 予測



	2020 4~6	7~9	10~12	2021 1~3	4~6	1次QE
実質GDP	▲7.9	5.3	2.8	▲0.9	0.4	0.3
(前期比年率)	▲28.2	22.8	11.9	▲3.7	1.7	1.3
(前年比)	▲10.1	▲5.6	▲1.0	▲1.3	7.7	7.5
内需	▲5.1	2.5	1.8	▲0.7	0.7	0.6
(▲5.1)	(2.6)	(1.8)	(▲0.7)	(0.7)	(0.6)	
民需	▲7.2	2.6	1.9	▲0.4	1.0	0.9
(▲5.4)	(2.0)	(1.4)	(▲0.3)	(0.7)	(0.6)	
個人消費	▲8.3	5.1	2.3	▲1.0	1.2	0.8
住宅投資	0.6	▲5.7	0.0	0.9	2.1	2.1
設備投資	▲6.0	▲2.1	4.3	▲1.3	1.8	1.7
在庫投資	(0.1)	(▲0.2)	(▲0.5)	(0.4)	(▲0.3)	(▲0.2)
公需	1.1	2.3	1.6	▲1.5	0.1	0.1
(0.3)	(0.7)	(0.4)	(▲0.4)	(0.0)	(0.0)	
政府消費	0.7	2.8	1.8	▲1.7	0.5	0.5
公共投資	2.9	0.7	1.0	▲1.0	▲1.5	▲1.5
外需	(▲2.9)	(2.6)	(1.0)	(▲0.2)	(▲0.3)	(▲0.3)
輸出	▲17.5	7.3	11.7	2.4	2.9	2.9
輸入	▲0.7	▲8.2	4.8	4.0	5.1	5.1
名目GDP	▲7.6	5.4	2.3	▲1.0	▲0.1	0.1
GDPデフレーター(前年比)	1.4	1.2	0.2	▲0.1	▲1.0	▲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。4~6月期予測値は消費者物価指数の2020年基準改定を反映(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、在庫投資は下方修正

法人企業統計季報によると4～6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+3.2%（1～3月期同+0.8%）と2四半期連続のプラスとなった。製造業が同+3.9%と2四半期連続の増加、非製造業が同+2.8%と4四半期連続の増加となった。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。

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+1.8%と1次速報（同+1.7%）から小幅な上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やや強い結果であったことが反映されるとみられる。

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り、実質GDP前期比に対する寄与度は▲0.3%Ptと、1次速報（同▲0.2%Pt）から下振れると予想する。

公共投資はほぼ変わらず

公共投資については、6月分の建設総合統計の発表を受け、前期比▲1.5%と1次速報からほぼ変わらない値を予想する。政府消費も1次速報時点（同+0.5%）から変わらず、公的需要全体では前期比+0.1%（1次速報同+0.1%）と、1次速報と同程度の伸びを予想する。

**個人消費はデフレーター
の低下で上方修正、外需
は変更なし**

個人消費については、消費者物価指数の2020年基準改定による2020年1月～2021年6月までの遡及結果が反映され、消費デフレーターが低下することで、前期比+1.2%（1次速報同+0.8%）と上方修正を予想する。消費者物価の新旧基準の推移をみると、基準改定による下振れ幅は通信料低下を受けて4～6月期の方が1～3月期に比べて大きい。このため、4～6月期の消費デフレーターの下振れ幅が1～3月期対比で大きくなり、実質値の前期比が上方修正される格好だ。なお、1次速報段階で明らかでなかった6月のサービス産業動向調査の結果が織り込まれるが、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6月値を補外する処理を行っており、これによる2次速報での修正幅は限定的とみている。

ただし、4～6月期の個人消費は需要側統計の振れの影響で実勢よりも強い数字になっている可能性がある点に留意する必要がある（日本銀行の消費活動調査をみると、4～6月期の個人消費（旅行収支調整済）、サービス消費はそれぞれ前期比▲1.2%とマイナスの推移となっている）。

外需については、1次速報時点で6月の国際収支統計まで反映されていることから、修正はほぼされないだろう。

**デルタ株感染拡大や4回
目の緊急事態宣言発令・**

以上より、4～6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、1～3月期の落ち込みと比して反発力は依然として弱く、

延長、半導体不足や東南アジアからの部品供給減を受けた自動車減産が下押しし、7～9月期は前期比0%近傍の弱い伸びを予測

4～6月期の日本経済は低迷が続いたことを示す結果になるとみられる。

7～9月期も弱い伸びが続くと予想する。個人消費については、先述のとおり4～6月期は需要側統計の振れが影響している可能性があることを踏まえれば、7～9月期にはその反動が出ると考えられる。加えて、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になるだろう。

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する状況が続いているが、東京では感染者数にピークアウトの兆しがみられる。先行指標となるコロナ関連相談件数をみても8月中旬以降は減少傾向に転じており、8月初旬からの人出減を受けて感染がピークアウトしつつある可能性が示唆される状況だ。一方、近畿や中部の新規感染者数は前回（4～5月）ピーク時の2倍程度の水準に達しており、関東以外の地域では依然として感染の拡大が続いている。東京においても、お盆明けに人出が再び増加傾向にあり、注視が必要な状況であることに変わりはない。

全国的な感染増加が続き、医療体制が急激にひっ迫したことを受け、政府は緊急事態宣言の対象地域の拡大を余儀なくされている。現時点では21の都道府県を対象に緊急事態宣言を発令しているほか、まん延防止等重点措置の対象も12県まで拡大している状況だ。人出の抑制を図るため、百貨店など大型商業施設への入場制限要請、休業要請など規制の内容も強化されている。しかし、全国の入院者数は増勢が衰えず、重症者数も過去最高を更新するなど、医療体制は急速にひっ迫しており、発令期間は9月12日からさらに延長される公算が高まっている（なお、死者数については増加傾向ではあるものの感染第4波のピーク時を大きく下回っており、この点では高齢者のワクチン接種が奏功していると言える）。

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、東京の小売・娯楽モビリティは一時的にコロナ禍前対比▲35%近傍まで低下した。足元のモビリティはお盆明けで再び上昇しているが、先述したように宣言の対象地域が全国的に拡大しているほか発令期間も延長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（新規感染者が自宅療養を迫られるなど）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）、先行きは低下が見込まれる。7～9月期の個人消費は、対人接触型サービスを中心に弱含むと予測する。

さらに、車載向け半導体の供給不足や、感染拡大による東南アジアからの部品供給減を受けた自動車の減産が下押し要因になるだろう。自動車メーカーが発表した8～9月の減産計画等を踏まえると、7～9月期の減産台数はベースライン（半導体の供給不足や東南アジアからの部品供給減の影響がなかつ

ワクチン普及は好材料も、ワクチンの有効性低下懸念が浮上。経済活動の回復の実現には、医療の需要面・供給面双方の改善が必要に

た場合のパス)対比▲40万台超に拡大し、4～6月期の影響を上回る公算だ(経済産業省が8月31日に公表した製造工業生産予測指数には8月下旬に明らかとなった自動車メーカーの減産影響は反映されていない)。7～9月期の自動車の輸出・国内販売への影響は不可避であろう。他産業への波及効果も考慮すると、ベースライン対比で7～9月期GDPを▲1.1%程度下押しすると試算している。

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、個人消費はマイナスに転じるとみられる。現時点では、前期比0%近傍の弱い伸びを予測している。

一方、10～12月期以降については、ワクチンが現役世代まで普及していくことが経済活動の押し上げ要因になるとみられる。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120～130万回程度で推移しているとみられる(内訳をみると、現役世代が接種の9割以上になっている)。このままワクチンが順調に普及していけば、秋以降は段階的に入出を回復させることが出来る可能性が高まると考えられる。

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。ブレイクスルー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。これらの国々における感染拡大についてはマスク着用義務・集会規制の撤廃などが影響している可能性が考えられるものの、ワクチンの感染防止効果が低下したとすれば、日本においても入出が増加するに伴い再び感染が拡大する懸念がある。この場合は、必然的に、経済活動の回復ペースは緩やかなものにならざるを得ないだろう。

仮に、ワクチンの有効性が低下することで、ワクチン普及後も集団免疫を獲得することが困難な状況になるとすれば、重要になるのは医療供給のキャパシティである。政府も、政策判断指標を感染者数から病床使用率など医療体制の確保状況に切り替える方針であり、ワクチン接種が先行する欧州などにおいてもこうした動きがみられる(例えばドイツでは、ワクチン普及を背景として9月より政策判断指標を新規感染者数からコロナ関連入院数などに変更する見込みである)。先行きの経済活動の回復は、(感染者数の増加は一定程度許容しながらも)重症者数や病床使用率の制御を前提とする形で図られることになる。

政府としては、重症・入院病床の積み増し(重点医療機関の受入拡大、未利用病床の活用、臨時大規模医療施設の検討)を急ぐとともに、宿泊・在宅

療養者のケア強化（抗体カクテル療法の柔軟運用、遠隔診療等を通じた経過観察強化、酸素ステーションの設置）を同時に進める必要がある。抗体カクテル療法の活用などにより重症化を抑制することができれば、医療体制への負荷を軽減することができるだろう。

合わせて重要になるのが、ワクチン接種証明の経済活動再開への活用である。菅首相は、飲食店の利用、旅行、イベントなど日常生活や社会経済活動の回復に向けて、ワクチン接種証明の積極的な活用を検討すると明言した。加藤官房長官も年内にもワクチン接種証明書デジタル化を実現させた上で国内利用に踏み切る考えを表明したほか、河野大臣も接種証明の飲食店やイベント等での活用に向けたガイドライン策定の意向を示している。こうした取り組みは、ワクチン普及のさらなる促進にも寄与するだろう。日本経済新聞社の世論調査（8月27～29日）においても、6割以上の人々が接種証明の国内の飲食店などでの利用に賛成しているとの結果が出ており、今後、ウィズコロナの状況下で経済再開と感染抑制の両立を図るための新たな社会ルール作りの動きが加速していくとみられる。

上記のような取組みを通じて医療体制の負荷を制御することができれば、（感染者数が再拡大するとしても）経済活動を回復・継続させることが可能になるとみられる。ただし、医療の需要面・供給面双方における見通しについては現時点では不確実性が高い状況だ。重症化がある程度抑制されとしても、感染の懸念が残る中では、家計の消費行動が慎重化する可能性もある。ワクチン普及が直ちに集団免疫獲得につながらない可能性が強まる中、日本経済の回復が遅れるリスクが高まっていることは否めない。

●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。