

Q E 解説

2021年9月8日

年率+1.9%と1次速報から 上方修正 (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

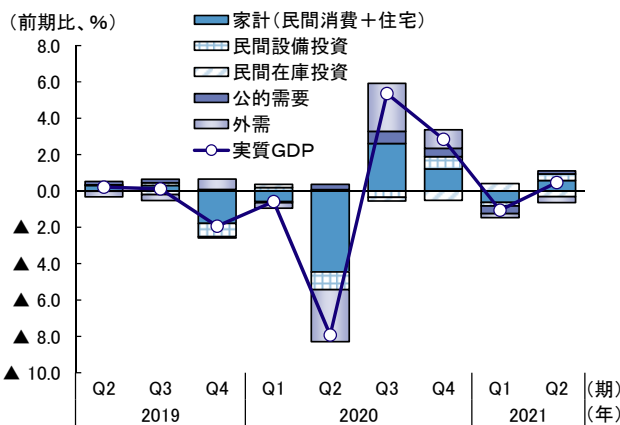
- 4~6月期の実質GDPは前期比+0.5% (年率+1.9%) と、1次速報の前期比+0.3% (年率+1.3%) から上方修正。在庫投資が下振れた一方、個人消費、設備投資、政府消費が上振れ
- 3回目の緊急事態宣言が下押し要因になったことで、1~3月期の落ち込みに比して回復力は弱く、反動で説明できる範囲内。4~6月期の日本経済は低迷が続いたとの見方は変わらない
- 7~9月期は、輸出や設備投資の増加基調が続く一方、デルタ型変異株の感染拡大を受けて個人消費が低迷。半導体の供給不足や東南アジアからの部品供給減も下押しし、0%近傍の弱い伸びを予想

4~6月期の実質GDP (2次速報)は1次速報から 上方修正

4~6月期の実質GDP成長率(2次速報)は、前期比+0.5% (年率+1.9%) と、1次速報の年率+1.3%から上方修正となった(図表)。在庫投資が下振れた一方、個人消費、設備投資、政府消費が上振れ、全体を押し上げた。

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▲4.2%)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。

図表 2021年4~6月期GDP (2次速報)



	2020			2021		1次QE
	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	
実質GDP	▲7.9	5.4	2.8	▲1.1	0.5	0.3
(前期比年率)	▲28.1	23.2	11.9	▲4.2	1.9	1.3
(前年比)	▲10.1	▲5.5	▲0.9	▲1.3	7.6	7.5
内需	▲5.1	2.6	1.8	▲0.8	0.8	0.6
民需	▲7.2	2.7	1.9	▲0.6	0.8	0.9
	(▲5.4)	(2.1)	(1.4)	(▲0.4)	(0.6)	(0.6)
個人消費	▲8.3	5.3	2.3	▲1.3	0.9	0.8
住宅投資	0.6	▲5.7	0.0	1.0	2.1	2.1
設備投資	▲6.0	▲2.1	4.3	▲1.3	2.3	1.7
在庫投資	(0.1)	(▲0.2)	(▲0.5)	(0.4)	(▲0.3)	(▲0.2)
公需	1.1	2.3	1.7	▲1.6	0.7	0.1
	(0.3)	(0.7)	(0.5)	(▲0.4)	(0.2)	(0.0)
政府消費	0.7	2.8	1.9	▲1.7	1.3	0.5
公共投資	3.0	0.6	0.9	▲1.1	▲1.7	▲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	2.8	2.9
輸入	▲0.7	▲8.2	4.8	4.0	5.0	5.1
名目GDP	▲7.6	5.4	2.3	▲1.1	▲0.1	0.1
GDPフラッター(前年比)	1.4	1.1	0.1	▲0.2	▲1.1	▲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、設備投資が上方修正の一方、在庫投資が下方修正

需要項目別にみると、法人企業統計の結果を受けて、4～6月期の設備投資は、前期比+2.3%と1次速報（同+1.7%）から上方修正がなされた。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強い結果であったことなどが反映された。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。

また、民間在庫投資の実質GDP前期比に対する寄与度は▲0.3%Ptと、1次速報（同▲0.2%Pt）から下方修正となった。仕掛品在庫の下振れが押し下げ要因になった。車載向け半導体不足を受けた自動車の在庫減少が下押し要因になっている。

そのほか、個人消費は前期比+0.9%と、1次速報（同+0.8%）から上方修正となった。内訳をみると、耐久財や非耐久財、サービス消費がやや上振れた格好となっている。名目値でみると個人消費は前期比+0.2%と1次速報（同+0.6%）から下振れた（特にサービス消費が前期比▲0.6%と1次速報（同+0.2%）から下振れた）一方、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、4～6月期の消費デフレーターは前年比▲1.0%と、1次速報（同▲0.5%）から下振れたことが実質値の前期比を押し上げた（通信料低下などを受けて4～6月期の下振れ幅が1～3月期（1次速報で同▲0.4%、2次速報で同▲0.5%）よりも大きかったことから、実質値の前期比を押し上げた）。

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指数をみると、消費者物価指数の基準改定反映後で4～6月期の個人消費（実質季節調整値、旅行収支調整済）は前期比▲1.2%とマイナスの推移となっている）。

住宅投資は同+2.1%と1次速報から変わらなかった。

上記のとおり個人消費や設備投資が上振れた一方で在庫投資が下振れたことで、民間需要全体では前期比+0.8%と、1次速報（同+0.9%）から下方修正となった。

政府消費の上振れにより公需は上方修正、外需寄与度は変わらず

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▲1.7%（1次速報同▲1.5%）と小幅な下方修正がなされた。国土強靱化関連の事業が一服していることが反映された。一方、政府消費については、前期比+1.3%（1次速報同+0.5%）と大幅に上方修正された。ワクチン接種が押し上げ要因となっていることに加え、緊急事態宣言の緩和・解除を受けて6月に一般的な病症に係る医療給付が増加した。公的需要全体では前期比+0.7%（1

**デルタ株感染拡大や4回
目の緊急事態宣言発令・
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**

次速報同+0.1%)と、1次速報から上方修正となった。

外需は、輸出が前期比+2.8% (1次速報同+2.9%)、輸入が前期比+5.0% (1次速報同+5.1%)とそれぞれ若干の下方修正がなされ、純輸出の寄与度は▲0.3%Ptと1次速報から変わらない結果となった。

以上のように、4～6月期の実質GDP (2次速報値)は1次速報から上方修正されたものの、1～3月期の落ち込みと比して反発力は依然として弱く、4～6月期の日本経済は低迷が続いたことを示す結果と言える。

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たが、足元では新規感染者数は減少に転じている。東京の感染者数は8月後半にピークアウトしているほか、関東各県、北海道・東北、中国・四国、九州・沖縄でピークアウトの動きがみられる (ただし、中部、近畿は感染拡大が一服しているものの他地域に比べ改善状況に遅れがみられ、特に大阪では9月初時点ではまだ減少局面に入っていない状況である点には留意が必要だ)。

感染者数のピークアウトの背景にあるのが人出の減少である。全国の小売・娯楽モビリティは8月末にかけて低水準で推移している。お盆明けで関東や近畿など都市部の人出がやや増加したものの、懸念されたほどの戻りには至っていない。東京の小売・娯楽モビリティはコロナ禍前比▲30%近傍を維持しており、この水準を維持できれば感染者数の減少が見込まれる。

これまでの全国的な感染拡大を受け、政府は21の都道府県を対象に緊急事態宣言を発令したほか、まん延防止等重点措置の対象も12県まで拡大している。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した。こうした宣言の対象地域の拡大・規制強化に加え、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たことで (アナウンスメント効果)、人々の行動が慎重化したとみられる。

しかし、感染者数がピークアウトする一方で、医療体制がひっ迫している状況は変わっていない。全国入院者数は新規感染者数の増勢鈍化を受けて横ばい圏の推移となっているが、重症者数は過去最高を更新している。感染者数と重症者数の増減のラグを考慮すると、8月末から9月前半にかけて重症者

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

数はピークに達する見込みである。こうした状況の中で、首都圏などの緊急事態宣言の発令期間は9月末まで延長される見通しだ。

以上の動向を踏まえ、7～9月期の個人消費は、外食、宿泊、旅行・交通、娯楽などの対人接触型サービスを中心に弱含み、日本経済を押し下げると予測している。

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った場合のパス）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、一部の代替需要の発現などを考慮し、ベースライン対比で7～9月期GDPを▲1%程度下押しすると試算している。

以上より、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、現時点では、前期比0%近傍の弱い伸びになると予測している。

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考えられる。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120万回程度で推移しているとみられる。全国の高齢者の2回目接種率は9割近くまで到達しているほか、現役世代も10月中には6割を超える見通しだ。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ることが出来る可能性が高まるだろう。

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。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、日本においても人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。日本への入国者から新規変異株のミュー株が検出されるなど、新たな変異株出現によりワクチン有効性が低下するリスク

もある（WHOは8月に注視すべき変異株（Variant of Interest）としてミュー株を指定した）。

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。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だろう。

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と思われる。

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。9月3日には政府の新型コロナウイルス感染症対策分科会がワクチン接種証明や検査の陰性証明を組み合わせた「ワクチン・検査パッケージ」の活用による行動制限緩和の方針案を提言した。政府は提言を踏まえ、制限緩和の行程表（ロードマップ）を策定する方針である。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。

菅首相が自民党総裁選への不出馬を表明し、総裁選への関心が高まっているが、誰が次の総裁・首相になっても、ワクチン普及の促進や医療・検査体制の拡充など感染抑制と経済活動の両立に向けた取り組みが当面の最重要課題となることに変わりはないだろう。

上記のような取り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。