

Q E 予測

2021年10月29日

# 年率+0.1%とほぼ横ばいの成長を予測 (7~9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

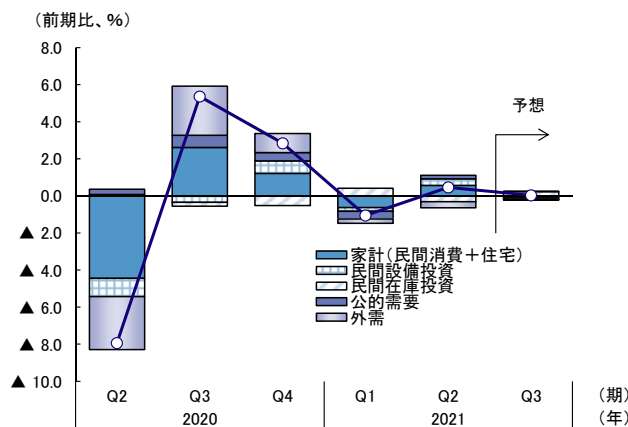
- 7~9月期の実質GDPは前期比+0.0% (年率+0.1%) と、ほぼ横ばいを予測。個人消費、設備投資、輸出がいずれも減少し、日本経済の低迷が続いたことを示す結果になるだろう
- テレワーク・巣ごもり需要の一巡やデルタ株の感染拡大を受けて個人消費は弱含み。さらに、半導体不足や東南アジアからの部品供給減を受けた自動車の大幅な減産が個人消費・輸出を下押し
- 10~12月期以降、ワクチン普及に伴いサービス消費は回復に向かう見通し。ただし2022年入り後も感染懸念が残存して消費行動を下押し。半導体不足の影響長期化や交易条件悪化も逆風に

## 2021年7~9月期の実質GDPは前期比+0.0% (年率+0.1%) とほぼ横ばいを予測

11月15日(月)、内閣府より7~9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+0.0% (年率+0.1%) と、ほぼ横ばいで推移したと予測される(図表)。

テレワーク・巣ごもり需要の一巡やデルタ型変異株(以下、「デルタ株」)の感染拡大を受けて個人消費が弱含んだほか、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の大幅な減産が下押し要因になった。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ことを示す結果になるだろう。

図表 2021年7~9月期GDP(1次速報)予測



	2020 7~9	10~12	2021 1~3	4~6	7~9
実質GDP	5.4	2.8	▲1.1	0.5	0.0
(前期比年率)	23.2	11.9	▲4.2	1.9	0.1
(前年比)	▲5.5	▲0.9	▲1.3	7.6	2.3
内需	2.6	1.8	▲0.8	0.8	0.0
(前年比)	(2.7)	(1.8)	(▲0.8)	(0.8)	(0.0)
民需	2.7	1.9	▲0.6	0.8	0.0
(前年比)	(2.1)	(1.4)	(▲0.4)	(0.6)	(0.0)
個人消費	5.3	2.3	▲1.3	0.9	▲0.3
住宅投資	▲5.7	0.0	1.0	2.1	2.1
設備投資	▲2.1	4.3	▲1.3	2.3	▲0.6
在庫投資	(▲0.2)	(▲0.5)	(0.4)	(▲0.3)	(0.2)
公需	2.3	1.7	▲1.6	0.7	▲0.1
(前年比)	(0.7)	(0.5)	(▲0.4)	(0.2)	(▲0.0)
政府消費	2.8	1.9	▲1.7	1.3	0.2
公共投資	0.6	0.9	▲1.1	▲1.7	▲1.2
外需	(2.6)	(1.0)	(▲0.2)	(▲0.3)	(0.0)
輸出	7.3	11.7	2.4	2.8	▲3.1
輸入	▲8.2	4.8	4.0	5.0	▲3.3
名目GDP	5.4	2.3	▲1.1	▲0.1	▲0.1
GDPデフレーター(前年比)	1.1	0.1	▲0.2	▲1.1	▲1.3

(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2期ぶりのマイナス。テレワーク・巣ごもり需要の一巡で財消費が弱含み。デルタ株感染拡大でサービスも低迷が継続**

需要項目別にみると、個人消費は前期比▲0.3%（4～6月期同+0.9%）と2期ぶりのマイナスが見込まれる。

財消費は、長雨や五輪需要の剥落、テレワーク・巣ごもり需要の一巡などにより家電を中心として耐久財消費が弱含んだ。さらに、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の大幅な減産により、自動車の国内販売が8～9月にかけて大幅に落ち込んだことも影響した。9月の新車販売は前月比▲31.9%と大幅に減少し、初回の緊急事態宣言直後（2020年5月）に近い水準まで落ち込んでいる。7～9月期でみても自動車販売は前期比▲12.9%の大幅減であり、個人消費を0.4%押し下げた格好になる。

サービス消費も低迷が続いた。デルタ株の感染拡大や4回目の緊急事態宣言を受けて対人接触型サービス消費（外食、宿泊、旅行・交通、娯楽など。以下、「対人サービス消費」）は8月に減少した。医療ひっ迫を巡る悲観的な報道が増加したことによるアナウンスメント効果で、8月の人出が大きく減少したことが響いた。感染者数が減少した9月にやや持ち直したものの、均してみれば7～9月期のサービス消費は低水準での推移が続いた。

**設備投資は前期の大幅増の反動などにより2期ぶりのマイナス。企業行動に慎重姿勢が残り、力強さに欠ける**

設備投資は前期比▲0.6%（4～6月期同+2.3%）と、2期ぶりのマイナスを予測する。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。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模様だ。そのほか、資本財向けの半導体の需給ひっ迫も下押し要因になったと考えられる。

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（9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+7.9%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、設備投資に景気を大きくけん引するほどの力強さは期待できない。

**住宅投資は堅調。民間在庫投資は需要の低迷を受けてプラス寄与**

民間需要のその他項目は、住宅投資が前期比+2.1%（4～6月期同+2.1%）と増加が見込まれる。住宅着工は80万戸台後半での持ち直し基調が続いており、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+0.2%Pt（4～6月期：▲0.3%Pt）を予測する。需要の弱さを受けた出荷の低迷が押し上げ要因になったとみられる。ただし、法人企業統計（12月1日公表予定）の結果が反映される2次速報値（12月8日公

**公的需要はマイナス。国土強靱化事業の進捗が本格化せず公共投資はマイナス。政府消費は医療給付が低迷もワクチン接種進展を受けプラス**

**輸出は自動車減産が響いてマイナス。輸入もマイナスで外需寄与度はほぼニュートラルに**

**ワクチン普及に伴い10～12月期以降は回復に向かうも、集団免疫の獲得には至らず、ペントアップ需要は限定的**

表予定)で修正される可能性がある。

公的需要は、前期比▲0.1% (4～6月期同+0.7%)と2期ぶりのマイナスが見込まれる。前年度補正予算を受けた国土強靱化関連の公共事業について、受注額は4～6月期に増加しているものの進捗は本格化しておらず、足元の建設工事費の上昇も下押し要因になり、公共投資は前期比▲1.2% (4～6月期同▲1.7%)と3期連続で減少した模様である。一方、政府消費は、感染再拡大に伴い一般的な病症に係る医療給付が7～8月にかけて下押しされた一方、ワクチン接種の進展がプラスに寄与し、前期比+0.2% (4～6月期同+1.3%)と2期連続で増加したと予測する。

輸出は前期比▲3.1% (4～6月期同+2.8%)と5期ぶりのマイナスを予測している。資本財は半導体製造装置などを中心に増加基調で推移した一方、半導体不足や東南アジアからの部品供給減を受けて自動車輸出が下押し要因になった (9月の輸出数量指数は自動車に大幅に減少したことが響き、前月比▲3.3%と3カ月連続のマイナスになっている)。

輸入については、東南アジアからの部品調達が滞ったこと、それに伴い生産活動が自動車を中心に弱含んだこと、テレワーク関連需要が一服したことなどを受け、前期比▲3.3% (4～6月期同+5.0%)と4期ぶりにマイナスに転じたとみられる。

輸出と輸入がともに大幅なマイナスとなったことを受け、純輸出の実質GDP成長率に対する寄与度は+0.0%Pt (4～6月期▲0.3%Pt)と、ほぼニュートラルになったと予測される。

以上のように、7～9月期の日本経済は、個人消費や輸出の減少などを受け、横ばいで推移したとみられる。4～6月期に続き、7～9月期も日本経済は低迷が続いた格好だ。

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 (罰則はない)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。また、政府は10月に接種・陰性証明者への制限緩和策 (「ワクチン・検査パッケージ」)の実証実験を一部地域で行い、11月から本格的に運用する方針だ。民間企業においても、「ワクチン・検査パッケージ」に類似した営業システム・サービスを独自に導入する動きがみられる。年度後半はワクチンが現役世代まで普及することに加え (20～30歳代の2回目普及率も11月中には70%程度まで達する見通し)、こうした官民でのワクチン接種証明の利活用が押し上げ要因になり、

**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**

**政府による経済対策は30  
兆円規模を予想。給付措  
置の迅速な執行が重要**

サービス消費は回復に向かう見通しだ。個人消費のけん引役は財からサービスへのシフトが鮮明になるだろう。

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、ペントアップ需要は全体としてみれば限定的になるだろう。

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ろう。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は年末に向けて収束が見込まれる一方、半導体不足による影響は引き続き残存し、10～12月期もベースライン（半導体不足・東南アジア感染拡大に伴う部品供給停滞がなかった場合のパス）対比で▲48万台（減少率：▲22%）程度の減産を余儀なくされるとみている。車載半導体は特殊仕様がが多く、早期増産が難しい。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2022年央まで継続する公算が大きいだろう。各自動車メーカーは2021年度後半で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、一部メーカーや一部モデルでの限定的な挽回生産の実現にとどまるとみている。

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10兆円程度増加する見通しだ。交易条件の悪化で約10兆円の所得が海外に流出することを示唆しており、企業収益・雇用所得の減少、マインドの悪化を通じて個人消費や設備投資が下押しされるだろう。10兆円の負担増のうち2/3が企業、1/3が家計に帰着すると想定して試算すると、2021年度後半から2022年度前半にかけて、設備投資が▲0.4%、個人消費が▲0.3%、GDPは▲0.2%程度下押しされる計算だ。

以上のとおり、年度後半の日本経済は回復に向かうことが見込まれる一方で、いくつもの下押し要因が存在することで回復が阻害され、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。

こうした中、政府は、衆院選後に経済対策を盛り込んだ2021年度補正予算を編成する見通しだ。経済対策のメニューとしてはコロナ対策が中心になるとみられるが、そのほかデジタル・グリーン・公共事業関連も計上され、財政支出の規模は30兆円程度になるとみている。内閣府試算では4～6月期の需

給ギャップは▲22兆円程度となっており、（これまでの経済対策・補正予算の編成プロセスを踏まえれば）財政支出の規模としてこれを上回ることが目安とされるだろう。

家計向けの現金給付が選挙で関心を集めているが、給付対象は絞られる見通しだ。仮にひとり親、非正規労働者、学生など生活困窮世帯を対象として総額2兆円程度の規模の現金給付を行った場合、GDPの押し上げ幅は+0.1%程度と限定的だ。また、業種を特定しない形で中小企業への持続化給付金や家賃支援給付金が再開される可能性もあるが、これらの給付金は固定費支払いに回ることが想定され、設備投資を増やすわけではなく直接的なGDP押し上げ効果は限定的とみられる。

こうした家計・企業向け給付は、需要刺激策というよりは社会政策として実施されるものと理解するべきであろう（倒産や失業の抑制、貧困者の支援）。コロナ禍の長期化や供給制約、交易条件悪化などで大きな打撃を受ける関連業種の企業や、そこで働く労働者を支援することには重要な意義がある（経済活動の落ち込みを防ぐことにもつながる）。2020年度一般会計決算では協力金の支給が遅延するなどにより多額の繰越が発生した。政策の実効性を担保する上で、給付の迅速性を高める体制を整備することが重要だ。行政のデジタル化の推進を通じて、「プッシュ型」行政サービスへの転換が進展することを期待したい。

●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。