

Q E 解説

2021年12月8日

年率▲3.6%と1次速報から 下方修正 (7~9月期2次QE)

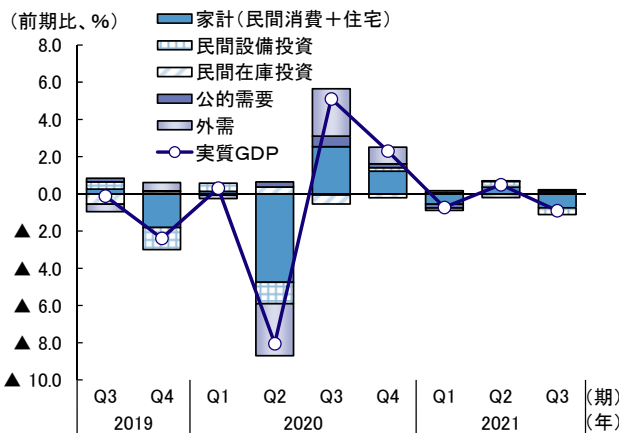
調査部 経済調査チーム
上席主任エコノミスト
酒井才介
03-3591-1241
saisuke.sakai@mizuho-ir.co.jp

- 7~9月期の実質GDP (2次速報値) は前期比▲0.9% (年率▲3.6%) と、1次速報の前期比▲0.8% (年率▲3.0%) から下方修正。設備投資が上振れた一方、個人消費や在庫投資、公共投資が下振れ
- 巣ごもり需要の一巡やデルタ型変異株の感染拡大、半導体などの供給制約を受けた自動車減産が下押し要因になり、7~9月期の日本経済が低迷したとの見方は変わらず
- 10~12月期、1~3月期の日本経済は個人消費を中心に高成長が続く見通し。ただし感染懸念の残存や半導体不足の長期化、交易条件悪化が下押しし、GDPは年度内に2019年平均水準を取り戻せず

7~9月期の実質GDP (2次速報) は1次速報から下方修正

7~9月期の実質GDP成長率 (2次速報) は、前期比▲0.9% (年率▲3.6%) と、1次速報の年率▲3.0%から下方修正となった (図表1)。設備投資が上振れた一方、個人消費や在庫投資、公共投資が下振れたほか、外需寄与度が縮小し、全体を押し下げた。個人消費・設備投資・輸出がいずれも減少し、7~9月期の日本経済が低迷したとの評価は変わらない。巣ごもり需要の一巡やデルタ型変異株の感染拡大、半導体不足などをを受けた自動車の大幅な減産による下押し影響を再確認する結果と言えるだろう。

図表1 2021年7~9月期GDP (2次速報)



	2020		2021			1次QE
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	
実質GDP	5.1	2.3	▲0.7	0.5	▲0.9	▲0.8
(前期比年率)	22.1	9.6	▲2.9	2.0	▲3.6	▲3.0
(前年比)	▲5.4	▲0.9	▲1.8	7.3	1.2	1.4
内需	2.5	1.4	▲0.6	0.7	▲0.9	▲0.9
	(2.6)	(1.4)	(▲0.6)	(0.7)	(▲0.9)	(▲0.9)
民需	2.6	1.6	▲0.5	1.0	▲1.4	▲1.4
	(2.0)	(1.2)	(▲0.4)	(0.7)	(▲1.0)	(▲1.0)
個人消費	5.0	2.3	▲1.1	0.6	▲1.3	▲1.1
住宅投資	▲4.8	0.0	0.9	1.0	▲1.6	▲2.6
設備投資	▲0.4	1.2	0.4	2.0	▲2.3	▲3.8
在庫投資	(▲0.5)	(▲0.2)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.3)
公需	2.0	0.7	▲0.8	0.0	0.4	0.6
	(0.6)	(0.2)	(▲0.2)	(0.0)	(0.1)	(0.2)
政府消費	2.1	0.8	▲0.6	0.7	1.0	1.1
公共投資	1.6	0.6	▲1.5	▲2.6	▲2.0	▲1.5
外需	(2.5)	(0.9)	(▲0.1)	(▲0.2)	(0.0)	(0.1)
輸出	8.7	11.1	2.3	2.5	▲0.9	▲2.1
輸入	▲6.7	5.0	3.2	3.9	▲1.0	▲2.7
名目GDP	5.1	1.8	▲0.7	0.1	▲1.0	▲0.6
GDPデフレーター(前年比)	1.1	0.2	▲0.1	▲1.1	▲1.2	▲1.1

(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

民間需要は個人消費・在庫投資が下振れた一方、設備投資・住宅投資が上方修正

需要項目別にみると、法人企業統計の結果などを受けて、7～9月期の設備投資は、前期比▲2.3%と1次速報（同▲3.8%）から上方修正がなされた。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。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格好だ。半導体不足などの供給制約に加え、感染再拡大に伴う不透明感の高まりにより投資を先送りする動きが広がったことも下押し要因になったとみている。

また、民間在庫投資の実質GDP前期比に対する寄与度は+0.1%Ptと、1次速報（同+0.3%Pt）から下方修正となった。製品在庫の下振れが押し下げ要因になった。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一方、車載向け半導体不足などを受けた自動車の在庫減少が下押し要因になった。

そのほか、個人消費は前期比▲1.3%と、1次速報（同▲1.1%）から下方修正となった。内訳をみると、非耐久財が上振れた一方、耐久財、半耐久財、サービス消費が下振れた格好となっている。テレワーク・巣ごもり需要の一巡、自動車減産で財消費が減少したほか、デルタ株感染拡大でサービス消費も低迷が継続した。なお、4～6月期の個人消費は需要側統計（家計調査）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高く、7～9月期はその反動が出た側面もあると考えられる点には留意が必要だ。

住宅投資は同▲1.6%と1次速報（同▲2.6%）から上方修正されたが、足元の建設工事費の大幅な上昇が下押し要因になっている。

図表 2 年次改定による過年度成長率の変化幅

（前年度比、（）は寄与度、%pt）

（年度）	2019			2020		
	改定前	改定後	変化幅	改定前	改定後	変化幅
実質GDP	▲0.5	▲0.7	▲0.1	▲4.4	▲4.5	▲0.1
内需	▲0.1	▲0.2	▲0.1	▲3.8	▲3.9	▲0.1
民需	▲0.7	▲1.0	▲0.2	▲6.3	▲6.2	0.1
個人消費	▲1.0	▲1.0	▲0.1	▲5.8	▲5.5	0.4
住宅投資	2.5	2.6	0.1	▲7.2	▲7.8	▲0.6
設備投資	▲0.6	▲0.6	▲0.0	▲6.9	▲7.5	▲0.6
在庫投資	(▲0.0)	(▲0.2)	(▲0.1)	(▲0.2)	(▲0.2)	(▲0.0)
公需	2.0	2.1	0.1	3.5	3.0	▲0.5
政府消費	2.0	2.1	0.1	3.4	2.5	▲0.9
公共投資	1.5	1.6	0.1	4.2	5.1	0.9
外需	(▲0.4)	(▲0.4)	(▲0.0)	(▲0.6)	(▲0.6)	(▲0.1)
輸出	▲2.2	▲2.2	▲0.0	▲10.4	▲10.5	▲0.1
輸入	0.2	0.2	0.0	▲6.8	▲6.6	0.2

（資料）内閣府「四半期別GDP速報」より、みずほ総合研究所作成

公共投資、政府消費の下振れにより公需は下方修正。輸入の上方修正幅が輸出を上回り、外需寄与度も下方修正

上記のとおり設備投資や住宅投資が上振れた一方、個人消費や在庫投資が下振れたことで、民間需要全体では前期比▲1.4%と、1次速報（同▲1.4%）から変わらない格好になった。

公共投資については、9月分の建設総合統計の発表を受け、前期比▲2.0%と1次速報（同▲1.5%）から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。政府消費についても、前期比+1.0%（1次速報同+1.1%）と下方修正された。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たとの見方は変わらない。公的需要全体では前期比+0.4%（1次速報同+0.6%）と、1次速報から下方修正となった。

外需は、輸出が前期比▲0.9%（1次速報同▲2.1%）、輸入が前期比▲1.0%（1次速報同▲2.7%）とそれぞれ大幅な上方修正がなされた。内閣府が季節調整方法を見直したことが主因である。輸入の上方修正幅が輸出を上回ったことで、純輸出の寄与度は+0.0%Ptと1次速報（+0.1%Pt）から下方修正となった。

年次推計の改定により、過年度成長率は小幅な下方修正。2021年度成長率への影響は無い

今回の2次速報では、年次推計の改定もあわせて実施されたほか、R&D（研究・開発）推計における基礎統計の変更など一部推計方法の見直しが行われ、GDPが過去に遡って改定されている。その影響をみると、2019年度の成長率は▲0.7%、2020年度は▲4.5%にそれぞれ▲0.1%Pt程度の下方修正がなされた（図表2）。総じて修正幅は小さく、景気認識に影響を及ぼすような修正ではない。2021年度への成長率のゲタは+1.8%から変わらないため、2021年度の成長率への影響もほぼ無いと考えられる。

以上のように、7～9月期の実質GDP（2次速報値）は1次速報から下方修正となり、日本経済の低迷が続いたことを改めて確認する結果となった。

サービス消費の回復、自動車減産幅の縮小を受け、10～12月期、1～3月期は高成長が続くと予測

一方、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。10月以降の小売・娯楽モビリティは回復傾向で推移しており、11月末時点で全国ではコロナ禍前比▲0.6%とほぼ正常状態まで回復しているほか、東京都においても同▲12%程度と、昨年末のピークを上回る水準に達している。JCB/ナウキャスト「JCB消費NOW」をみても、10月以降の対人接触型サービス消費は外食を中心に回復傾向が鮮明になっている（みずほリサーチ&テクノロジーズによる季節調整値では、

集団免疫の獲得には至らず、リベンジ消費は限定的に。夏場は感染第6波の発生が下押し要因に

10月から11月前半にかけての対人接触型サービス消費は7～9月期平均対比で3割以上増加している）。

また、政府は、GoToトラベル事業について、ワクチン接種証明・陰性証明を活用した安全・安心の確保の仕組み作りや平日への旅行需要の分散化などの見直しを行った上で、来年1月にも再開する方針だ。全人口対比のワクチン普及率は11月末に76.5%に達しており、ワクチン接種証明の利活用が押し上げ要因になることで対人接触型サービス消費（外食、宿泊、旅行・交通、娯楽）の回復が続く見通しである。

さらに、半導体不足による影響は引き続き残存するものの、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の緩和を受け、自動車の減産幅が縮小に向かうことも10～12月期以降の日本経済の押し上げ要因になるだろう。

これらを踏まえ、10～12月期、1～3月期の日本経済は、個人消費を中心に高成長が続くと予測している（現時点では、10～12月期は前期比年率7%程度の成長を見込んでいる）。欧米と比較してワクチン接種の出だしが遅れたことで、7～9月期の日本経済は感染再拡大に伴う弱さが目立ったが、逆に10～12月期以降は欧州などで感染が再拡大する中で日本経済の回復が際立つ構図になるだろう。12～19歳の2回目接種率が11月末に70%を超過するなど、日本は若年層を含め年齢による接種率の差が小さいことが足元で感染再拡大を抑制する一因になっていると考えられる。加えて、日本では感染防止効果が高いmRNAワクチン（ファイザー、モデルナ）の使用割合がほぼ100%であり、感染が再拡大している欧州や韓国では70～80%にとどまっていることとの違いが表れているとみられる。

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（リベンジ消費）は全体としてみれば限定的になるだろう。消費者庁「物価モニター調査」の消費行動に関するアンケート（11月時点）では、9割が緊急事態宣言下と比較して消費行動が「ほとんど変わらない」・「一部変わらない」と回答している。対人接触型サービス消費は1～3月期にかけてコロナ禍前の水準程度まで一時的に回復したとしても、コロナ前を大きく上回るほどの消費の盛り上がりは期待しにくい。

**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。年度後半もGDPは
コロナ禍前(2019年平均)
の水準を取り戻せず**

さらに、人出の増加に伴い、感染第6波の発生が懸念される。みずほリサーチ&テクノロジーズによる疫学モデルを用いたシミュレーションでは、2022年初にかけて人出がコロナ禍前の水準まで戻った場合、2022年度前半に感染第6波が発生すると予測される。ワクチンを接種しない子どもを介した感染拡大などにより新規感染者数は第5波を大幅に上回り、7~9月期の重症病床使用率は、政府の感染症対策分科会が新たに策定した5段階の感染レベル判断のうち、緊急事態宣言の発令目安となるレベル3相当(50%超)に達する可能性が高い。医療体制のひっ迫を受け、政府が緊急事態宣言に類する規制措置を実施することも十分に考えられる。その場合もワクチン・検査パッケージが適用され、ワクチン接種者には行動制限が課されないと想定されることから、これまでの緊急事態宣言発令時と比べて消費の落ち込み幅は小さいと考えられる。しかし、ワクチン未接種者(国民の2割程度)を中心に消費行動が慎重化し、全体としても7~9月期以降の対人サービス消費はコロナ禍前を下回る推移を余儀なくされるだろう。

また、車載向け半導体の供給不足を受けた自動車減産の影響は2022年も続く公算だ。車載半導体は特殊仕様がが多く、早期増産が難しい。車載向け半導体に係る増産計画で規模の大きなものは2023年以降に稼働する案件が多く、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当面続く公算が大きいだろう。各自動車メーカーは2021年度後半に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、メーカーの意欲的な生産計画は実現しない可能性が高い。挽回生産は2022年に持ち越される公算が大きく、半導体調達の巧拙などによって、自動車メーカーごとに生産の回復度合いにばらつきが出てくるとみている。現時点では、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10~12月期は▲22%、2022年1~3月期は▲6%程度の減産が発生するとみている(2021年度通年で▲17%の減産となり、他産業への波及効果や代替需要の発生などを考慮し、2021年度GDPを▲1%程度下押しすると試算している)。

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9兆円程度増加する見通しだ。原油、天然ガス、石炭などの価格高騰が燃料価格・電気料金の上昇を通じて幅広い業種の収益を圧迫するだろう。現時点では、企業で6.5兆円程度の負担(企業収益の減少)が発生するとみている。また、エネルギー・食料品を中

**政府による経済対策の
GDP押し上げ効果は限定的。
需要喚起策というより生活支援・
資金繰り支援の色彩が強く、
給付措置の迅速な執行が重要**

心に消費者物価上昇率が+0.9%Pt程度押し上げられ、家計で2.5兆円程度の負担（実質可処分所得の減少）が発生するとみている。これらを踏まえ、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%減少することを通じてGDPが▲0.2%程度下押しされると見込んでいる。

以上のとおり、10～12月期以降の日本経済は回復に向かうことが見込まれる一方で、これらの下押し要因が回復を阻害することで、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（政府が目標としていた年内の2019年10～12月期水準回復も達成は困難であり、同水準の回復は2022年入り後になるだろう）。

こうした中、政府は、11月19日に経済対策をとりまとめ、26日には財源となる2021年度補正予算案を閣議決定した。今回の経済対策の経済効果（GDP押し上げ効果）については、2021年度で+0.3%（家計向けの現金給付やGoToキャンペーン事業が押し上げに寄与）、2022年度で+1.0%（公共事業の進捗やGoToキャンペーン事業、クーポン・マイナポイントによる消費需要などが押し上げに寄与）と見込んでいる。家計向け現金給付については、感染の懸念が残存する中で消費行動に慎重姿勢が残ることに加え、家電などの耐久財もテレワーク・巣ごもり需要が既に一巡していることなどを踏まえれば、大部分が貯蓄に回る可能性が高い（クーポン・マイナポイントについては、支給されたクーポン・ポイント自体は消費されるとしても、その他の所得がその分貯蓄に回る可能性が高い。クーポン支給に事務経費が発生することを踏まえると、経済効果の観点からは、家計への給付方式を現金とクーポンに分ける意義は小さいと言える）。そのほか、コロナ禍の影響を受けた中小企業への給付金（「事業復活支援金（仮称）」、最大250万円）や時短要請等に応じた飲食店等への協力金（地方創生臨時交付金）は主に固定費等の支払いに回り、設備投資を増加させる効果は限定的であると考えられる。

このように、今回の経済対策は、財政支出の規模と比してGDP押し上げ効果は大きくないと考えられる。上記の家計向け現金給付や企業向け給付は、需要刺激策というより、人々の生活支援・企業の資金繰り支援としての意味合いが強いことが背景にある。コロナ禍の長期化や交易条件の悪化などの逆風に直面する中、打撃を受ける企業や生活困窮者を支援することには重要な意義がある。倒産や失業の増加を抑制し、経済活動のさらなる落ち込みを防止するためには、これらの給付措置を迅速に執行することが求められる。

一方で、今回の家計向け現金給付については、政策目的が曖昧なまま政治的に給付額・給付対象が決定された印象が強い。18歳以下の子どもに対する

新たな変異株が懸念材料として浮上。既に世界各地で感染を確認。ワクチンの感染防止効果への影響や重篤度の大きさを見極める必要

給付について、年収960万円超は所得制限としては緩く（事実上一律給付に近い）、貧困者対策としては給付対象をより絞った上で1世帯当たりの給付額を大きくした方が効果的であると考えられる。子育て支援として考える場合、1回限りの現金給付ではなく社会保障政策など別の政策で中期的に子育て環境を整えることが本来望ましいと考えられる。このように、今回の給付措置については様々な点で問題がみられ、追加歳出が膨らんだ一方で政策効果に疑問の余地が残ってしまった点は、今後の政策運営において改善する必要がある。行政のデジタル化を一刻も早く推進し、マイナンバーの活用を通じて、真に支援が必要な人を行政側が特定して迅速にプッシュ型給付を実施できる体制を整える必要があるだろう。

リスク要因として懸念されるのがアフリカ南部で発生した新しい変異株（オミクロン型、以下「オミクロン株」）である。感染に関するスパイクタンパク質の変異箇所が多く、感染力の強まりやワクチン効果低下の可能性が懸念され、WHOはVOC（懸念すべき変異株）に指定した。南アフリカでは感染者に占めるデルタ型の割合が急低下しており、急速にオミクロン型に置き換わっている可能性が示唆される。英・米・EUなど主要国は軒並みアフリカ南部からの入国を禁止する措置を講じているが、既に多くの国・地域で感染者が確認されている。米国・カナダ、欧州主要国では市中感染の事例も確認されている状況だ。

政府は11月30日より外国人の新規入国を原則停止する措置を講じており、迅速な対応として評価出来る。しかし、報道によれば、国内でも帰国者の一部でオミクロン株の検出が既に確認されている。現在も一定の条件の下で外国人の入国は認められており、海外在住の日本人や外国人の入国が今後も一定程度は続く可能性が高く、オミクロン株の流入を完全に防止することは難しい。入国後の隔離、感染者の早期発見・隔離を徹底していくしかないだろう。

オミクロン型変異株の感染力がデルタ型変異株以上に強いとすれば、今後、国内でオミクロン株がまん延する可能性があることも念頭に置いておかねばならない。これまでのアルファ株やデルタ株が国内に流入してからまん延に至るまでのタイムラグが概ね3～4カ月（空港検疫での検出から市中感染例の確認まで約4週間、市中感染から変異株比率50%超まで2～3カ月）であったことから、オミクロン株がまん延するのは2022年2～3月頃となる可能性がある。一方で、それが経済にどの程度の影響を及ぼすかは、オミクロン株の感染性（感染力の強さや、過去の感染で獲得した免疫やワクチンの感染防止効果の低下影響）や重篤度の大きさによる。

仮に、重篤度がデルタ株並み（もしくは強毒化）となり、感染性も大幅に悪化する場合、ワクチン・検査パッケージやGoToキャンペーン事業が停止され、個人消費の大幅な悪化は避けられないとみられる（現在使用されているワクチンで十分な感染防止効果が得られず、オミクロン株に対応した新たなワクチンが必要になる場合、新ワクチンの普及には少なくとも半年～1年程度かかるとみられ、経済活動の再開が後ずれする可能性が高い）。逆に、重篤度が弱毒化し、感染性が小幅な悪化にとどまる場合には、医療負荷はむしろ軽減され、リベンジ消費が拡大して景気回復が鮮明になる可能性も考えられる。

今後数週間かけてオミクロン株の性質を見極めていく必要があるだろう。経口治療薬の動向にも注意が必要だ（経口治療薬による重症化防止効果は、オミクロン株の影響を受けにくいとされている）。

ワクチン普及に伴い経済活動が回復に向かいつつあった中で、世界経済・日本経済は新たなリスクに晒されている。引き続き、感染動向から目が離せない状況が続きそうだ。

●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。