

Q E 予測

2022年1月31日

年率+5.0%と高成長を 予測（10~12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

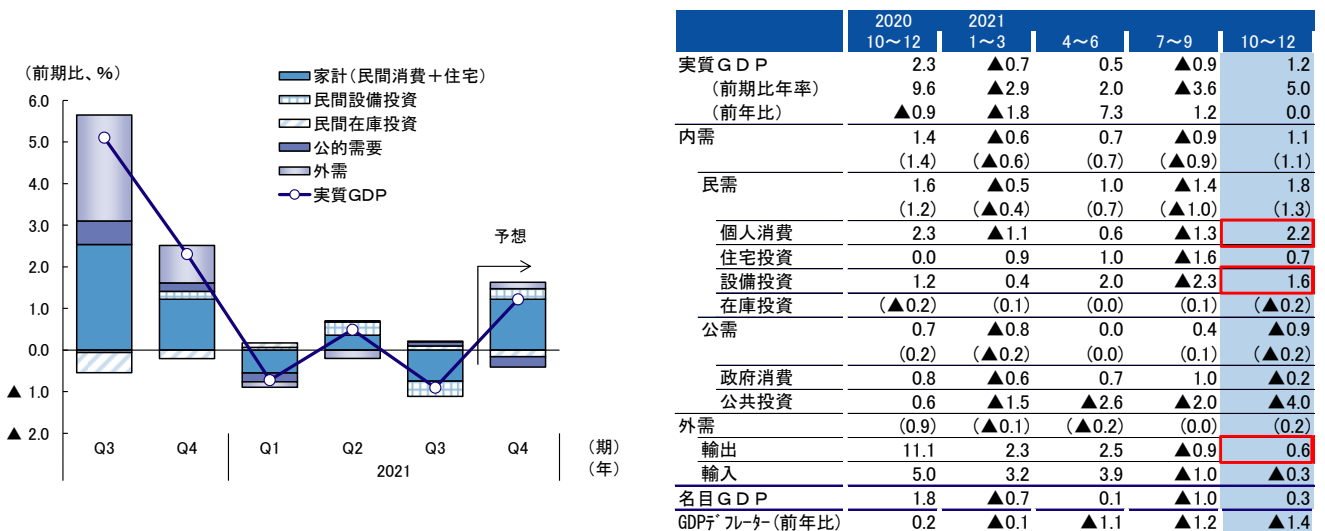
- 10~12月期の実質GDPは前期比+1.2%（年率+5.0%）を予測。感染第5波の収束や行動制限の緩和を受けて、対人接触型サービスを中心に個人消費が大幅に回復したことが主因
- 昨夏の東南アジアからの部品供給減がほぼ解消し、自動車生産が回復したことも押し上げ要因に。個人消費・輸出・設備投資がいずれも増加し、高成長になる見通し
- 1~3月期はオミクロン株のまん延を受け、自粛の動きが広がることで個人消費が約2兆円下振れ、ほぼゼロ成長になると予想。4~6月期以降はGoToトラベルの再開等を受けて回復に向かう見通し

2021年10~12月期の実質GDPは前期比+1.2%（年率+5.0%）と高成長を予測

2月15日（火）、内閣府より10~12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+1.2%（年率+5.0%）と予測される（図表）。

感染第5波の収束や行動制限の緩和を受け、外食、宿泊、旅行・交通、娯楽等の対人接触型サービス（以下、「対人サービス」）を中心に個人消費が大幅に回復したほか、東南アジアからの部品供給がほぼ正常化したことに伴う自動車の生産回復が個人消費や輸出を押し上げた。個人消費、輸出、設備投資など主要な需要が増加し、高成長になるだろう。

図表 2021年10~12月期GDP（1次速報）予測



(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

**個人消費は大幅プラス。
感染第5波の収束・行動制限緩和を受けた対人サービス消費の回復が主因**

需要項目別にみると、個人消費は前期比+2.2%（7～9月期同▲1.3%）と2期ぶりのプラスが見込まれる。

感染第5波が収束し、9月末で緊急事態宣言とまん延防止等重点措置が全面的に解除されるなど行動制限が緩和されたことで、対人サービス消費が大幅に回復した。JCB/ナウキャスト「JCB 消費 NOW」で対人サービス消費（みずほリサーチ&テクノロジーによる季節調整値）の推移をみると、10～12月期は7～9月期対比+38.5%と大幅に増加している（旅行は同+101.2%、交通は同+62.1%、外食は同+40.6%、宿泊は同+36.2%、娯楽は同+16.7%）。GoToキャンペーン事業が実施された2020年10～12月期に近い水準まで回復している状況だ。

財消費については、外出機会の増加に伴い衣料品などの支出が増加傾向で推移した一方、テレワーク・巣ごもり需要が一巡し、全体としては力強さを欠くとみている。東南アジアからの部品供給回復に伴う自動車増産を受けて、10～12月期の自動車の国内販売は持ち直しているものの、9月までの落ち込みを取り戻すには至っていない（10～12月期の新車販売（みずほリサーチ&テクノロジーによる季節調整値）は7～9月期比▲1.2%のマイナスとなっている）。10～12月期の個人消費の大幅増は主に対人サービス消費の回復で説明されるだろう。

設備投資は前期の大幅減の反動などにより2期ぶりのプラス。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+1.6%（7～9月期同▲2.3%）と、2期ぶりのプラスを予測する。7～9月期の大幅減の反動が出ることに加え、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、半導体市場の好調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、7～9月期の機械受注・民需（船舶・電力除く）をみても前期比+0.7%と小幅な増加にとどまっており、進捗ベースの設備投資も大幅なプラスは見込みにくい。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難い。

日銀短観（12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、例年12月調査では上方修正される傾向がみられる中で今回は横這いとどまっている。商品市況高騰による収益の下押しや感染再拡大への不安などを受けて、設備投資を先送りする動きが一部で発生したとみられる。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のプラスにとどまっており、設備投資に景気をけん引するほどの力強さは期待できない。

**住宅投資はプラス。民間
在庫投資は需要の回復を
受けてマイナス寄与**

民間需要のその他項目は、住宅投資が前期比+0.7% (7~9月期同▲1.6%)と増加が見込まれる。住宅着工は持ち直し基調が続いており、進捗ペースの住宅投資も前期の落ち込みの反動で増加に転じるとみている。

在庫投資の寄与度は▲0.2%Pt (7~9月期：+0.1%Pt) を予測する。需要の回復に伴う出荷増が在庫の減少要因になったとみられる。ただし、法人企業統計 (3月2日公表予定) の結果が反映される2次速報値 (3月9日公表予定) で修正される可能性がある。

**公的需要はマイナス。復
興事業の終了や建設工事
費上昇で公共投資はマイ
ナス。政府消費はワクチ
ン接種の一服でマイナス**

公的需要は、前期比▲0.9% (7~9月期同+0.4%) と3期ぶりのマイナスが見込まれる。東日本大震災後の復興事業の終了や足元の建設工事費の上昇が下押し要因になり、公共投資は前期比▲4.0% (7~9月期同▲2.0%) と大幅に減少した模様である。政府消費についても、ワクチン接種の一服などがマイナスに寄与し、前期比▲0.2% (7~9月期同+1.0%) と減少に転じたとみられる。

**輸出は自動車生産の回復
により増加。外需寄与度
はプラスに**

輸出は前期比+0.6% (7~9月期同▲0.9%) と2期ぶりのプラスを予測している。中国経済の減速等を背景に資本財の伸びが鈍化し、情報関連財も弱含んだが、東南アジアからの部品供給が正常化に向かい自動車輸出が回復したことが押し上げ要因になった。

輸入については、商品市況の高騰を受けた輸入物価の上昇が下押し要因になり、前期比▲0.3% (7~9月期同▲1.0%) と2期連続で減少 (特に液化天然ガスや原油・粗油等が減少) したとみられる。

輸出が増加した一方で輸入が減少したことを受け、純輸出の実質GDP成長率に対する寄与度は+0.2%Pt (7~9月期+0.0%Pt) と予測される。

**オミクロン株の感染拡大
に伴い、1~3月期は個人
消費が落ち込む見通し**

以上のように、10~12月期の日本経済は、個人消費や輸出の回復などを受け、高成長になったとみられる。

しかし、1~3月期は、オミクロン株の感染拡大で個人消費の落ち込みが不可避な情勢だ。オミクロン株は感染力の強さに加えて潜伏期間が短く、ワクチン接種や過去の感染で獲得した免疫を回避するといった特性を有することから、感染スピードが非常に速く、全国的に感染者数が急増している。疫学モデルを用いたみずほリサーチ&テクノロジーズのシミュレーションでは、東京都の感染者数は2月にかけて1日当たり2万人超まで増加する見込みであり、東京都の重症病床使用率は50%を超過し、緊急事態宣言が発令される可能性もある。

その結果、1月後半から2月にかけて人出が大幅に減少し、対人サービス消費が落ち込むとみられる。GoToトラベル事業の再開が見送られるだけでなく、ワクチンを2回接種済みであっても感染防止効果が限定的であることから、ワクチン・検査パッケージが一時的に停止され、ワクチン2回接種者も

**半導体不足の長期化や交
易条件悪化が下押し要因
に**

行動が慎重化するだろう。飲食店等への休業要請はなされず過去の緊急事態宣言発令時ほどの落ち込みには至らないものの、1~3月期の対人サービス消費はコロナ禍前対比▲20%程度に減少すると想定している(まん延防止等重点措置や緊急事態宣言の発令による規制効果よりも、感染拡大・医療ひっ迫の報道を受けたアナウンスメント効果により外出自粛の動きが広がる影響が大きいとみている)。ベースライン(オミクロン株のまん延がなかった場合のパス)対比で、1~3月期の対人サービス消費は▲19.6%の減少となり、個人消費で▲3.0%、GDPで▲1.6%の下振れと試算する。金額換算では、1~3月期の個人消費がベースライン対比で▲2.2兆円減少すると試算している(GoToトラベルの再開による経済効果が先送りされることによる機会損失も含む)。

このほか、自社内や仕入先での感染拡大を受けて自動車メーカーが工場の操業を停止するといった動きが出てきており、(現時点では上記のサービス消費の落ち込みと比べれば日本経済全体への影響は限定的とみられるもの)1~2月にかけて生産活動にも負の影響が生じるとみられる。

さらに、車載向け半導体の供給不足は、引き続き自動車の増産を阻む要因となろう。車載向け半導体に係る増産計画で規模の大きなものは2023~2024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。各自動車メーカーは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。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。先述の感染拡大による一時的な下押しも相まって、自動車生産はコロナ禍前を下回る水準での推移が続く見通しだ。

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。これは約10兆円の所得が海外に流出することを意味する。投入・産出構造を踏まえると、概ね7割(7兆円)が企業、3割(3兆円)が家計の負担に帰着するとみられ、企業収益や家計の実質所得を押し下げる。企業への影響については、製造業では原油等の輸入依存度が高い素材業種や、ガス・熱供給、電力等のエネルギー業種への影響が大きいほか、加工業種でも鉄鋼製品を多く投入する輸送機械(造船等)への打撃が大きいとみられる。非製造業では、燃料費の高騰に伴い運輸・郵便等の収益減少が見込まれる。家計への影響については、食品・エネルギーを中心とした日用品の値上げを受け家計の節約

2月後半には感染がピークアウト、4～6月期以降の経済活動は回復に向かう見通し

志向が強まり、身の回り用品や被服・履物、交際費、教育費等の支出が減少する可能性が高い。特に、日用品に対する支出ウェイトが高い低所得世帯で影響が大きいだらう。交易条件悪化の影響で、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%程度下押しされると当社では試算している。

以上のとおり、2022年初の日本経済はいくつもの下押し要因により回復が阻害され、1～3月期はほぼゼロ成長になる可能性が高い。

一方、オミクロン株による感染は2月後半にはピークアウトする可能性が高く、経口治療薬・ブースター接種の普及に伴い、4～6月期以降は経済活動の回復が見込まれる。GoToトラベル事業については、現時点で5月下旬の再開を想定している。当面はワクチン未接種者や子育て世帯（ワクチンを接種していない子どもと同居する親）、重症化した場合の死亡リスクが相対的に高い高齢者等を中心に一部で消費行動に慎重姿勢が残るとみられるものの、オミクロン株収束後の消費活動は回復傾向で推移するだろう。

ただし、既存のオミクロン株（BA.1系統）に比べ感染力が強いとされるオミクロン株亜種（BA.2系統）に置き換わりつつあるデンマークでは、1月中旬以降に感染が再加速しており、日本でも既に空港検疫で感染者が確認されている点は懸念材料だ。現在のオミクロン株の感染がいったんピークアウトしてもその直後に感染の再拡大が発生する、あるいは感染のピークアウトが遅れるといったリスクが考えられ、引き続き動向を注視する必要がある。

世界的に「Live with Covid」が模索される中で、従来型の行動制限を繰り返すことには限界がある。現役世代まで含めたブースター接種の促進、経口治療薬の一刻も早い普及に向けた取り組みが政府に求められる（上記のオミクロン株亜種についても、海外の調査研究ではワクチンの重症化防止効果は維持されるとの結果が出ている）。加えて、経済活動が回復するまでの間、対人サービス業の資金繰りを支援することが政策的には重要と言えるだろう。

●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。