

Q E 解説

2022年2月15日

個人消費を中心に年率+5.4%の高成長（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

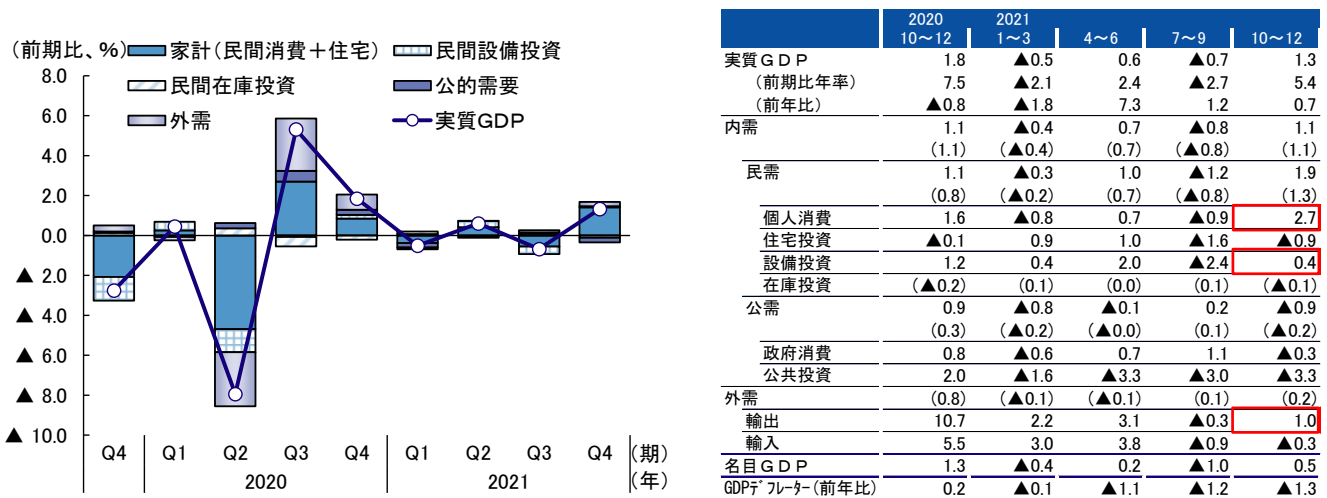
- 10～12月期の実質GDPは前期比+1.3%（年率+5.4%）と2期ぶりのプラス成長。感染第5波の収束や行動制限の緩和を受けて、対人接触型サービスなど個人消費が大幅に回復したことが主因
- 昨夏の東南アジアからの部品供給減がほぼ解消し、自動車生産が回復したことも押し上げ要因に。公的需要が弱含んだ一方、個人消費・輸出・設備投資がいずれもプラスとなり、高成長に
- 1～3月期はオミクロン株のまん延を受けて個人消費が減少するほか、自動車等の生産が下押しされ小幅なマイナス成長になる可能性が高い。4～6月期以降は感染収束に伴い回復に向かう見通し

2021年10～12月期の実質GDPは前期比+1.3%（年率+5.4%）と高成長

2021年10～12月期の実質GDP成長率（1次速報）は、前期比+1.3%（年率+5.4%）と2四半期ぶりのプラス成長になった（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。公的需要が弱含んだ一方で個人消費、輸出、設備投資が増加し、高成長になった。

図表 2021年10～12月期 GDP（1次速報）



(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+2.7%（7～9月期同▲0.9%）と2四半期ぶりのプラスになった。

サービス消費が前期比+3.5%（GDPへの寄与度は+1.1%Pt）と大幅に増加したことが押し上げ要因になった。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（みずほりサーチ&テクノロジーズによる季節調整値）の推移をみると、10～12月期は7～9月期対比+39.1%と大幅に増加している（旅行は同+100.7%、交通は同+62.9%、外食は同+41.0%、宿泊は同+37.0%、娯楽は同+17.7%）。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う衣料品などの支出増加を受けて半耐久財が前期比+6.0%と増加したほか、東南アジアからの部品供給回復に伴う自動車増産などを受けて耐久財消費も同+9.7%の大幅増となった。

設備投資は前期の反動などにより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+0.4%（7～9月期同▲2.4%）と2四半期ぶりにプラスに転じた。7～9月期の大幅減の反動が出たことに加え、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月期の落ち込みに比して小幅な増加にとどまっており、力強さに欠ける。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%と大幅なプラスになっているものの、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計画が据え置かれた。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。

住宅投資はマイナス。民間在庫投資は需要の回復を受けてマイナス寄与

他の民需では、住宅投資が前期比▲0.9%（7～9月期同▲1.6%）と減少した。足元の住宅着工戸数は夏場の感染拡大・緊急事態宣言の発令を受けて受注が下振れたことでやや弱含んでいるほか、建設工事費の大幅な上昇が下押し要因になった。

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が減少。政府消費はワクチン接種の一服でマイナス輸出は自動車生産の回復により増加。輸入は減少し、外需寄与度はプラスに

1～3月期はオミクロン株の感染拡大が個人消費や自動車等の生産を下押し

在庫投資の寄与度は▲0.1%Pt（7～9月期：+0.1%Pt）とマイナスになった。仕掛品在庫・製品在庫を中心に減少した。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。

民間需要全体では前期比+1.9%（7～9月期同▲1.2%）と、2四半期ぶりのプラスになった。

公的需要は、前期比▲0.9%（7～9月期同+0.2%）と2四半期ぶりのマイナスになった。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▲3.3%（7～9月期同▲3.0%）と大幅な減少が続いた。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▲0.3%（7～9月期同+1.1%）と減少に転じた。

輸出は前期比+1.0%（7～9月期同▲0.3%）と2四半期ぶりのプラスになった。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を受け、液化天然ガスや原油・粗油等で輸入を控える動きが出たことが下押し要因になり、前期比▲0.3%（7～9月期同▲0.9%）と2四半期連続で減少した。

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+0.1%Pt）となった。

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。もっとも、GDPはコロナ禍前の水準を取り戻すには至らず、未だ回復途上との見方は変わらない。2021年を通じてみても、プラス成長とマイナス成長を繰り返す「ノコギリ型」での推移となり、2021年（暦年）の成長率は+1.7%と2020年の落ち込み（前年比▲4.5%）に比して弱い伸びにとどまった。

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。2月に入ると東京都の新規感染者数は1日2万人を超え、日本全国では1日当たり10万人の大台を突破した。これは、昨夏の第5波におけるピーク（約2.6万人）の4倍近い水準だ。

足元では中国・四国や九州・沖縄で感染者数が減少しているほか、東京で

も感染拡大ペースが鈍化するなどピークアウトの兆しはみられるものの、感染に少し遅れて変動する重症者数は2月中旬～下旬に昨夏の第5波と同程度の水準まで増加する見通しだ。重症病床使用率は8割弱まで上昇する計算となり、医療体制のひっ迫が続くだろう。こうした中、政府は首都圏など13都県のまん延防止等重点措置について、期限を2/13から3/6まで3週間延長することを余儀なくされた。

西欧主要国、イスラエル、韓国、シンガポールなどでブースター接種普及率が50%を超えている一方、日本のブースター接種回数は2/14時点で累計1,193万回（全人口対比9.4%）と出遅れ感が否めない。足元の接種ペースは全国でようやく1日当たり50万回前後まで加速しており、高齢者接種の本格化で接種ペースはさらなる加速が見込まれるが、現役世代のブースター接種が増えるのは3～5月とみられ、残念ながら今回の感染第6波には間に合わなかった。

こうした状況を受け、1月後半から2月にかけて人出が大幅に減少したことで、対人サービス消費が落ち込むとみられる。全国の小売・娯楽モビリティ（7日移動平均）は2/5時点でコロナ禍前比▲17.3%（東京のモビリティは同▲27.7%）と低下傾向が継続している。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回接種者も行動が慎重化した模様だ。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の発令等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人々が自主的に外出を控える動きが広がった影響が大きいとみている）。現時点で、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など、生産活動にも負の影響が生じている。感染のピークアウトに伴い、減産影響は徐々に縮小していくとみているが、現時点では1～2月で自動車生産が▲15万台程度下振れると想定している（半導体不足等、国内の感染拡大以外の要因による影響はここでは除いている）。3月に一部挽回

**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**

生産が行われると想定しても、1～3月期で▲10万台程度の減産影響が発生し、他産業への波及効果や代替効果等を考慮すると1～3月期のGDPを▲0.3%程度（金額で0.4兆円程度）押し下げると試算している。先ほどのサービス消費の落ち込みと合わせ、オミクロン株のまん延により1～3月期のGDPは▲1.9%程度（▲2.6兆円程度）下振れする計算になる

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。半導体メーカー各社の増産が期待されるものの、シリコンウェハ不足が深刻化しているほか、半導体・部品不足による半導体製造装置の納入遅延リスクも高まっており、大幅な増産は容易ではなく半導体の需給はタイトな状況が継続するだろう。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。1～3月期においては先述したオミクロン株の感染拡大影響に加え、半導体不足の下押し影響が重なることで、ベースライン（半導体不足・感染影響がなかった場合のパス）対比で自動車生産を▲30万台超押し下げるとみている（1～3月期GDPへの影響は、他産業への波及効果や代替効果等を考慮して▲0.8%程度の下押しと試算している）。

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12兆円程度増加する見通しだ。これは約12兆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割が企業、3割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く、低所得世帯では消費増税2%超に相当する負担増が2022年に発生するとみてい

1～3月期は小幅なマイナス成長になる可能性が高いと予測。4～6月期以降の経済活動は感染収束に伴い回復に向かう見通し

る)。みずほリサーチ&テクノロジーズは、交易条件悪化の影響により、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が重なり、現時点では1～3月期は小幅なマイナス成長になる可能性が高いとみている。

一方、オミクロン株による感染は2月中旬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。4～6月期には、政府が目標としている2019年10～12月期の水準までGDPが回復するとみている。

1～3月期が日本にとってのコロナ禍最後の正念場となる可能性が高く、経済活動が回復するまでの間、一時的に業況が大きく悪化する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だろう。

ただし、海外での感染拡大がサプライチェーンを通じて日本経済を下押しするリスクが残存している点には留意する必要がある。例えば、仮にオミクロン株が中国の沿岸部地域で拡大した場合、中国政府による「ゼロコロナ政策」で港湾の封鎖が行われれば中国からの輸出が滞り、日本の生産等を下押しするリスクがある。国内の感染が収束したとしても、世界各国のオミクロン株の動向を引き続き注視する必要がある。

さらに、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）も懸念材料だ。春以降に感染が再拡大して「第7波」が発生する可能性は十分に考えられる。オミクロン株亜種に対するワクチンの有効性や重症化のリスクはBA.1系統と概ね同様であるという点が海外の調査結果で示されており、現時点では感染が拡大しても医療体制の負荷は大幅には高まらず経済活動への影響は軽微なものにとどまるとみている。しかし、BA.2系統の性質がすべて明らかになっているわけではなく、感染力の強さによっては感染者の増加に治療薬の供給が追い付かず、医療体制に再び負荷がかかる事態も起こり得るだろう。さらに言えば、新興国でワクチン接種が遅れる中、新たな変異株が出現するリスクもゼロではない。

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。また、（感染力が強い一方で重症度が低いオミクロン株のような変異株を念頭に置いた場合）保健所を介さずに幅広い医療機関で診療を行い、重症化リスクの高い患者を把握して適切な医療を提供できるような体制を構築することも検討に値するだろう。

- 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。