

Q E 予測

2022年3月2日

# 年率+5.5%と1次速報から修正は小幅と予想 (10~12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

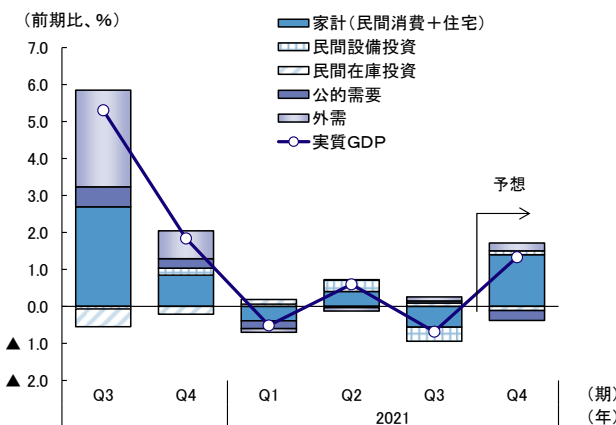
- 10~12月期の実質GDP (2次速報値) は、法人企業統計の公表などを受け、前期比+1.3% (年率+5.5%) と1次速報の前期比+1.3% (年率+5.4%) からほぼ変わらないと予測
- 設備投資が上振れた一方、公共投資が下振れ。感染第5波の収束や行動制限の緩和を受け、対人接触型サービスなど個人消費の大幅回復を主因として高成長になったとの見方は変わらず
- 1~3月期はオミクロン株のまん延によりサービス消費や自動車生産が下押しされ、小幅なマイナス成長を予測。4~6月期以降は感染収束に伴い回復に向かうも、ウクライナ情勢がリスク要因に

## 10~12月期の実質GDP (2次速報) は1次速報からほぼ変わらないと予想

3月9日 (水) に内閣府から10~12月期の「四半期別GDP速報 (2次速報値)」が公表される。本日発表された法人企業統計などを受けて推計したところ、実質GDP成長率は前期比+1.3% (年率+5.5%) と、1次速報の年率+5.4% からほぼ変わらないと予想される (図表)。設備投資が上振れた一方、公共投資が下振れたとみられる。

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ことを主因として、10~12月期の日本経済は高成長になったとの見方は変わらないだろう。

図表 2021年10~12月期GDP (2次速報) 予測



	2020 10~12	2021 1~3	4~6	7~9	10~12	1次QE
実質GDP	1.8	▲0.5	0.6	▲0.7	1.3	1.3
(前期比年率)	7.5	▲2.1	2.4	▲2.7	5.5	5.4
(前年比)	▲0.8	▲1.8	7.3	1.2	0.6	0.7
内需	1.1	▲0.4	0.7	▲0.8	1.1	1.1
(1.1)	(1.1)	(▲0.4)	(0.7)	(▲0.8)	(1.1)	(1.1)
民需	1.1	▲0.3	1.0	▲1.2	1.9	1.9
(0.8)	(▲0.2)	(0.7)	(▲0.8)	(1.4)	(▲0.1)	(1.3)
個人消費	1.6	▲0.8	0.7	▲0.9	2.7	2.7
住宅投資	▲0.1	0.9	1.0	▲1.6	▲0.9	▲0.9
設備投資	1.2	0.4	2.0	▲2.4	0.7	0.4
在庫投資	(▲0.2)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(▲0.1)	(▲0.1)
公需	0.9	▲0.8	▲0.1	0.2	▲1.0	▲0.9
(0.3)	(▲0.2)	(▲0.0)	(0.1)	(▲0.3)	(▲0.2)	(▲0.2)
政府消費	0.8	▲0.6	0.7	1.1	▲0.3	▲0.3
公共投資	2.0	▲1.6	▲3.3	▲3.0	▲3.9	▲3.3
外需	(0.8)	(▲0.1)	(▲0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.2)
輸出	10.7	2.2	3.1	▲0.3	1.0	1.0
輸入	5.5	3.0	3.8	▲0.9	▲0.3	▲0.3
名目GDP	1.3	▲0.4	0.2	▲1.0	0.5	0.5
GDPデフレーター(前年比)	0.2	▲0.1	▲1.1	▲1.2	▲1.3	▲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

## 設備投資は上方修正、在庫投資は変わらず

法人企業統計季報によると10～12月期の設備投資（ソフトウェアを含む、金融・保険を除く全産業、季節調整値）は前期比+3.4%（7～9月期同▲2.6%）と2四半期ぶりのプラスとなった。製造業が同+3.4%（7～9月期同▲1.5%）、非製造業が同+3.3%（7～9月期同▲3.2%）といずれも増加した。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。

法人企業統計の結果にサンプル調整などを施した上で推計すると、GDPベースの実質設備投資は、前期比+0.7%と1次速報（同+0.4%）から小幅の上方修正となる見通しだ。7～9月期の落ち込み（同▲2.4%）に比して小幅な増加にとどまっており、企業行動に慎重姿勢が残る中で設備投資が力強さを欠いているとの見方は変わらない。

民間在庫投資は、法人企業統計による原材料在庫や仕掛品在庫の推計値が加わるが、実質GDP前期比に対する寄与度は▲0.1%Ptと、1次速報（同▲0.1%Pt）から変わらないと予想する。

## 公共投資は下方修正

公共投資については、12月分の建設総合統計の発表を受け、前期比▲3.9%と1次速報（同▲3.3%）から下方修正を予想する。政府消費は1次速報時点（同▲0.3%）から変わらず、公的需要全体では前期比▲1.0%（1次速報同▲0.9%）と、1次速報から下方修正を予想する。

## 個人消費、外需は変更なし

個人消費については、1次速報段階で明らかでなかった12月のサービス産業動向調査の結果が織り込まれるが、1次速報時点（同+2.7%）から変わらないと予想する。1次速報において、内閣府は業界統計や業界大手企業のデータ等を用いて12月値を補外する処理を行っており、2次速報での修正幅は限定的とみている。

外需についても、1次速報時点で12月の国際収支統計まで反映されていることから、ほぼ修正はされないだろう。

## 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し、小幅マイナス成長を予測

以上より、10～12月期の実質GDP（2次速報値）は1次速報とほぼ変わらず、個人消費や輸出の回復などを受けて大幅なプラス成長になったことを再確認する結果となるだろう。

一方、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。GoToトラベル事業の再開が見送られただけでなく、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ことが影響したとみられる。

新規感染者数は大都市圏を中心に2月前半にピークアウトしているものの、中部は高原状態が継続しているほか、北海道・東北と中国・四国は感染

減少ペースが鈍く、一部の地域で感染拡大が継続していることが影響していると考えられる。新規感染者数はピークアウトした一方で全国の入院者数は増加が継続し、医療体制のひっ迫が続いていることから、政府は一部の地域についてまん延防止等重点措置の延長を余儀なくされている。

足元の全国の小売・娯楽モビリティは持ち直しており、今後も引き続き、感染ピークアウトを受け人出が徐々に回復していく見込みだ。しかしながら、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、1～3月期の対人サービス消費の落ち込みは必至である。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%程度に減少すると予測している。

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。1月の鉱工業生産指数をみると、自動車工業の生産は感染急拡大による工場停止や部品の供給制約を受けて前月比▲17.2%（12月：同+1.5%）と大幅に減少した。感染拡大と半導体不足の影響が重なり、1～3月期の自動車生産はベースライン（半導体不足・感染影響がなかった場合のパス）対比で▲30万台を超える減産規模になるとみている。

こうしたオミクロン株の感染拡大による個人消費や生産の下押し影響を主因として、現時点では、1～3月期の実質GDPは小幅なマイナス成長を見込んでいる。

#### **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。ウクライナ情勢が新たなリスク要因に**

4～6月期以降については、経口治療薬・ブースター接種の普及に伴い、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。

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）については、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海外の調査結果で示されており、現時点では、今後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にとどまるとみている。

一方、足元で最大の懸念材料となっているのが2月下旬以降に急激に緊迫化したウクライナ情勢である。ウクライナとロシア間で停戦協議が開始されたものの、協議中もロシア軍の侵攻が続くなど、停戦までの道のりは不透明感が強い状況だ。ロシアは「ウクライナの中立化（NATO非加盟）」、「ウクライナの非軍事化・非ナチス化（ゼレンスキー政権排除）」の確約を求めて

いるとみられる一方で、ウクライナは国家主権（国土、安全、民主主義）の維持を望むと考えられ、停戦交渉は長期化する懸念がある。交渉の動向次第では、紛争激化とそれに伴うロシアへの経済制裁の更なる強化・長期化により、世界経済への負の影響が深刻化するリスクが高まる。

仮に経済制裁が強化・長期化され、ロシアからの資源輸出が停止されるような状況となれば、商品市況の高騰を通じて日本経済にも大きな打撃が及ぶリスクがある。エネルギーや食料等の資源を輸入に依存している日本にとって、商品市況の高騰は交易条件の悪化（輸入コストの増加）に直結し、海外への所得流出という形で家計・企業の負担増となる。

企業については、原材料コストの上昇に加え、サプライチェーンを通じた生産活動への影響も懸念される。貿易統計（2019年）で日本の輸入に占めるロシアの割合をみると、木材（14.2%）、非鉄金属（12.3%）、石炭（9.9%）、液化天然ガス（7.8%）、魚介類（7.5%）などで割合が高い。代替調達ができたとしても商品市況高騰による影響は免れないことから、ロシアからの輸出停滞は企業収益の下押し要因になるだろう。帝国データバンクが2月25～28日に実施したアンケート調査（「ウクライナ情勢による企業活動への影響（直接・間接）アンケート」）によれば、ウクライナ情勢が企業活動にマイナスの影響があると回答した企業の割合は61.0%（「ややマイナスの影響がある」が24.3%、「マイナスの影響がある」が36.7%）となっている。業種別にみると、原油価格上昇の影響を受ける一般貨物自動車運送等を含む「運輸・倉庫」が76.9%、穀物価格の高騰が懸念材料となる「飲食物品・飼料製造」が75.9%、レアアースなどの取引規制が懸念される「鉄鋼・非鉄・鋳業」が73.4%とマイナスの影響を見込む企業の割合が高い。

家計については、ガソリン・電気代や食料品等の価格上昇が、これらの日用品への支出ウェイトが大きい低所得者を中心に大きな打撃を与えるだろう。仮に原油や穀物等の商品市況高騰が長期間にわたって継続した場合、低所得者の年収に対する負担率（食料・エネルギーの負担額／年間収入）でみると、2022年は消費税率3%以上の引上げに相当する程度の負担増が発生する可能性がある。

このようにウクライナ情勢は日本経済にとっての新たな下押し要因となり得る。企業収益や実質所得の下押しを通じて設備投資・個人消費が減少し、先行きの回復が阻害されるリスクがある点には注意が必要だ。今後の停戦交渉や経済制裁の動向によって世界経済や日本経済への影響が大きく左右されることから、引き続きウクライナ情勢の動向を注視していく必要がある。

●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。