

Q E 解説

2022年3月9日

年率+4.6%と1次速報から 下方修正 (10~12月期2次QE)

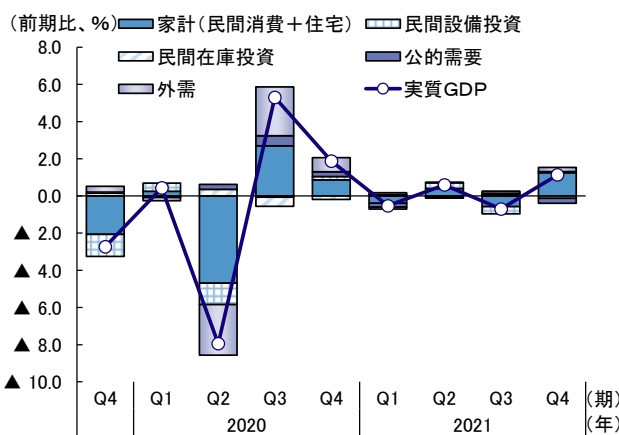
調査部 経済調査チーム
 上席主任エコノミスト
酒井才介
 03-3591-1241
 saisuke.sakai@mizuho-ir.co.jp

- 10~12月期の実質GDP (2次速報値) は前期比+1.1% (年率+4.6%) と1次速報の前期比+1.3% (年率+5.4%) から下方修正。個人消費や公的需要の下振れが主因
- 企業行動に慎重姿勢が残る中で設備投資が力強さを欠く一方、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がけん引して高成長になったとの見方は不変
- 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、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、ウクライナ情勢が新たな下押し要因に

10~12月期の実質GDP (2次速報) は1次速報から 下方修正

10~12月期の実質GDP成長率 (2次速報) は、前期比+1.1% (年率+4.6%) と、1次速報の年率+5.4%から下方修正となった (図表)。個人消費や公的需要などが下振れた。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た一方で、感染第5波の収束や行動制限の緩和を受けて外食、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、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。

図表 2021年10~12月期GDP (2次速報)



	2020		2021			1次QE
	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	
実質GDP	1.9	▲0.5	0.6	▲0.7	1.1	1.3
(前期比年率)	7.7	▲2.2	2.4	▲2.8	4.6	5.4
(前年比)	▲0.8	▲1.8	7.3	1.2	0.4	0.7
内需	1.1	▲0.4	0.7	▲0.8	0.9	1.1
(前年比)	(1.1)	(▲0.4)	(0.7)	(▲0.8)	(0.9)	(1.1)
民需	1.2	▲0.3	1.0	▲1.2	1.6	1.9
(前年比)	(0.9)	(▲0.2)	(0.7)	(▲0.9)	(1.2)	(1.3)
個人消費	1.6	▲0.8	0.7	▲1.0	2.4	2.7
住宅投資	▲0.1	0.9	1.0	▲1.6	▲1.0	▲0.9
設備投資	1.2	0.4	2.0	▲2.4	0.3	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
(前年比)	(0.3)	(▲0.2)	(▲0.0)	(0.1)	(▲0.3)	(▲0.2)
政府消費	0.7	▲0.6	0.7	1.1	▲0.4	▲0.3
公共投資	2.2	▲1.7	▲3.4	▲3.0	▲3.8	▲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	0.9	1.0
輸入	5.6	3.0	3.8	▲1.0	▲0.4	▲0.3
名目GDP	1.3	▲0.5	0.2	▲1.1	0.3	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が下方修正されたほか、設備投資も小幅下方修正。在庫投資は変わらず

需要項目別にみると、法人企業統計の結果などを受けて、10～12月期の設備投資は、前期比+0.3%と1次速報（同+0.4%）から小幅な下方修正がなされた。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ものの、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。

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▲0.1%Pt）から変わらなかった。製品在庫・流通品在庫がやや下振れたものの、全体としてはほぼ変わらない格好になった。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。

そのほか、個人消費は前期比+2.4%と、1次速報（同+2.7%）から下方修正となった。耐久財やサービスの下振れが全体を押し下げる格好になった。もっとも、先述したとおり、対人サービスを中心とした大幅回復との見方に変わりはない。

住宅投資は同▲1.0%と1次速報（同▲0.9%）から小幅に下方修正された。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。

上記のとおり個人消費などが下振れたことで、民間需要全体では前期比+1.6%と、1次速報（同+1.9%）から下方修正になった。

公共投資、政府消費の下方振れにより公需は下方修正。外需寄与度は変わらず

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▲3.8%と1次速報（同▲3.3%）から下方修正がなされた。東日本大震災後の復興事業の終了等が下押し要因になった。政府消費についても、前期比▲0.4%（1次速報同▲0.3%）と下方修正された。ワクチン接種の一回等がマイナ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▲1.0%（1次速報同▲0.9%）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+1.0%）、輸入が前期比▲0.4%（1次速報同▲0.3%）とそれぞれ小幅な下方修正がなされた。輸出については、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ったとみられる。輸出・輸入がそれぞれ小幅に下方修正され、純輸出の寄与度は+0.2%Ptと1次速報（+0.2%Pt）から変わらな

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、マイナス成長を予測

った。

以上のとおり10～12月期の実質GDP（2次速報値）は1次速報から下方修正がなされたものの、景気認識に影響を及ぼすほどの修正ではなく、個人消費の回復を主因として大幅なプラス成長になったことを再確認する結果と言ってよいだろう。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+1.6%（1次速報は+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。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回接種者の行動も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た後、高止まりしている。地域別では中部で高原状態が継続しているほか、北海道・東北や関東は足元で感染減少ペースが鈍化している（まん延防止等重点措置が解除された沖縄等では新規感染者数が増加に転じている）。検査数は検査薬の制約などからピーク対比6割程度の水準にとどまる一方、新規感染者数の先行指標である東京都の陽性率は35%程度と引き続き高水準であり、感染収束に向けては道半ばとの評価が妥当であろう。入院者数・重症者数とも減少に転じているものの、依然として医療体制のひっ迫が続いていることから、政府は東京や大阪など18都道府県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

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。ただし、ウクライナ情勢が新たな下押し要因に

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はマイナス成長を見込んでいる。

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。消費のデジタルシフト等でサービス分野のリベンジ消費は限定的とみているものの、対人サービス消費が正常化（コロナ禍前水準程度まで回復）するだけで2022年度GDPに対しては3%以上の押し上げになると試算される。

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の停戦協議に進展はみられず、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。足元では英国がロシア産原油の輸入を停止する方針を発表したことに続いて米国もロシア産原油の輸入を禁止する方針を表明するなど、ロシアに対する西側諸国の経済制裁は強化されつつあり、世界経済への負の影響が深刻化するリスクが高まっている。

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打撃が及ぶ。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・運送コストの上昇により、金属製品や化学製品等の素材業種、ガス・熱供給や電力等のエネルギー業種のほか、運輸・郵便業など幅広い業種の企業収益が下押しされるだろう（原油価格の高騰は、石油・石炭製品や電力部門において直接原材料として投入されるだけでなく、電気料金の引き上げやガソリン等の燃料価格上昇を通じて、多くの業種の生

産・運送コストを増加させる)。

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%)などで割合が高く、これらの輸入停止の影響を受ける業種を中心に生産活動が下押しされる可能性が高い。特にレアメタルのロシア依存度は大きく、製造業の生産活動への影響が懸念される(例えば輸入の約4割をロシアが占めるパラジウムについては、触媒としてガソリン自動車の排ガス浄化装置等に利用されており、自動車生産に影響が及ぶリスクがある)。代替調達ができたとしても世界的な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。

家計については、賃金が伸びない中で(2022年の春闘賃上げ率は+2%に満たない可能性が高い)大幅な物価上昇が実質所得を目減りさせ、消費行動の重石になるだろう。エネルギーや穀物等の商品市況の高騰が続けば、消費者物価(生鮮食品除く総合指数)は4~6月期から7~9月期にかけて前年比+2%を上回る伸びになる可能性が高まる(通信料低下の影響やGoToトラベル再開による宿泊料低下等の特殊要因の影響を除いた場合、前年比+3%程度まで上昇し、コモディティのスーパーサイクルと言われた2008年を上回る可能性が高い)。とりわけガソリン・電気代や食料品等の価格上昇は、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。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負担増が発生する可能性がある。

さらに、欧州を中心とした海外経済の大幅な減速が、貿易取引の停滞を通じて日本経済の下押し要因になると考えられる。経済制裁の強化・長期化によりロシアからの資源輸出が停止されることとなれば、特に欧州において工場の稼働率低下など生産面にもたらす影響も大きく、2022年の欧州経済は景気後退に陥るリスクも十分に考えられる。日本経済にとっては自動車や資本財等の輸出が下押しされる要因になるだろう。不確実性の増大が設備投資を下押しすることも考えられる。

このように、ウクライナ情勢が日本経済にとっての新たな下押し要因となる公算が大きくなっている。商品市況の高騰により企業収益や実質所得が下押しされることで設備投資・個人消費が減少するほか、海外経済の減速が輸出を下押しし、先行きの回復が阻害されることが懸念される。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の度合いは大き

く左右され、予断を許さない状況だ。ロシア国民が経済的疲弊にどこまで耐えられるのか、欧州等先進国が原油・ガスの対ロシア依存度をどこまで下げられるか、なども焦点になるだろう。引き続きウクライナ情勢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。