

7-9 月期 GDP は予想以上の落ち込み

フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一

1. 7-9 月期 GDP は予想以上の大幅マイナスに

7-9 月期の日本の実質 GDP 成長率は前期比▲0.8%（年率換算：▲3.0%）と、事前の市場予想（前期比▲0.2%、年率換算▲0.7%、当社予想は同▲0.1%、▲0.5%）を大きく下回る結果となった（図表 1、2）。マイナス成長は 2 四半期ぶりである。内訳を見ると、民間最終消費支出が同▲1.1%、民間企業設備投資が同▲3.8%で、いずれの寄与度も▲0.6%と、内需の両輪が大きく落ち込んだのが足を引っ張った。個人消費に関しては、9 月末まで発令されていた緊急事態宣言の影響が予想以上に大きかったことを示した形で、その影響は民間住宅投資が同▲2.6%と落ち込んだところにも現れている。設備投資に関しては、半導体不足の影響が現れたと考えられ、その影響は輸出が同▲2.1%と 5 四半期ぶりのマイナスになったところにも現れている。輸出には中国経済の急減速も部分的に影響していると考えられる。

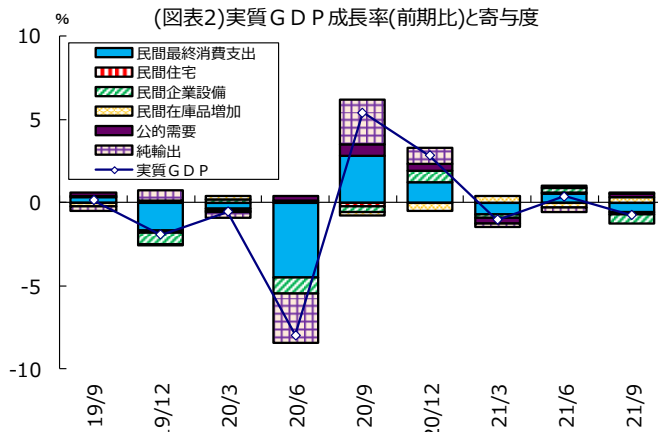
民間在庫の前期比寄与度は+0.3%と大きめのプラスだったが、これは最終需要の不振を反映した後向きの在庫積み上がりと考えられる。実際、実質最終需要は前期比▲1.1%のマイナスだった。公需に関しては、公的固定資本形成が経済対策の一巡を反映し、同▲1.5%と、3 四半期連続のマイナスとなった。一方、政府最終消費支出は、政府の感染対策の進捗等を反映し、同+1.1%と 2 四半期連続のプラスとなった。

（図表1）当社の実質 GDP 成長率予測と実績

(前期比, %)	当社予想		実績	
	2021年7-9月期		2021年7-9月期	
	寄与度		寄与度	
実質 GDP	-0.1	-	-0.8	-
前期比年率	-0.5	-	-3.0	-
民間最終消費支出	-0.3	-0.2	-1.1	-0.6
民間住宅投資	0.7	0.0	-2.6	-0.1
民間設備投資	-1.3	-0.2	-3.8	-0.6
政府最終消費支出	0.6	0.1	1.1	0.2
公的固定資本形成	-1.5	-0.1	-1.5	-0.1
民間在庫品増加(寄与度)	-	0.1	-	0.3
純輸出(寄与度)	-	0.1	-	0.1
財貨・サービスの輸出	-2.6	-0.5	-2.1	-0.4
財貨・サービスの輸入	-2.9	0.6	-2.7	0.5
名目 GDP	-0.2	-	-0.6	-
前期比年率	-0.9	-	-2.5	-
GDP デルタ(前年同期比)	-1.2	-	-1.1	-

（出所）内閣府より明治安田総研作成

（図表2）実質 GDP 成長率(前期比)と寄与度



（出所）内閣府

2. 予想以上に落ち込んだ個人消費

民間最終消費支出は、4-6 月期の前期比+0.9%が自粛下にしては出来過ぎだっただけに、反動減そのものは確実と見ていたが、結果は同▲1.1%（年率換算：▲4.5%）と 4-6 月期のプラス幅を帳消しにする大幅マイナスで、予想以上に悪かった。形態別国内家計最終消費支出を見ると、耐久財が同▲13.1%（GDP への寄与度：▲0.6%）、半耐久財が同▲5.0%（同▲0.1%）、非耐久財が同+0.5%（同+0.1%）、サービスが同+0.1%（同+0.0%）となっており、耐久財のマイナス幅が大きい（図

表 3)。どちらかといえば、対面サービス主導で落ち込む姿を予想していただけに、この結果もやや意外であった。ただ、10-12 月期の個人消費は再び大きめのプラスに回帰する可能性が高い。19 都道府県に発令されていた緊急事態宣言が、9 月末にすべて解除され、10 月以降のペントアップディマンド（繰越需要、鬱積需要）の顕在化が期待されるためである。

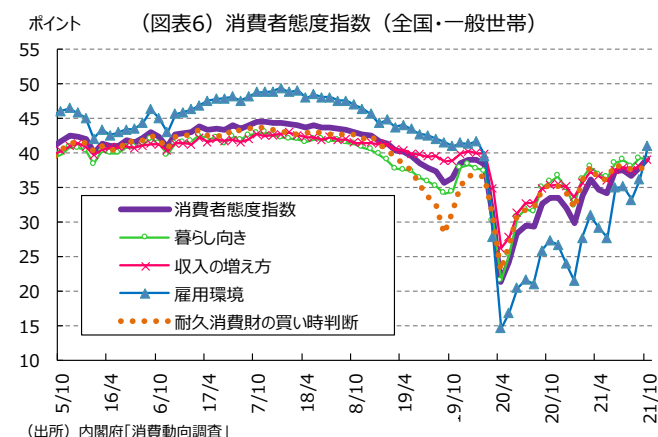
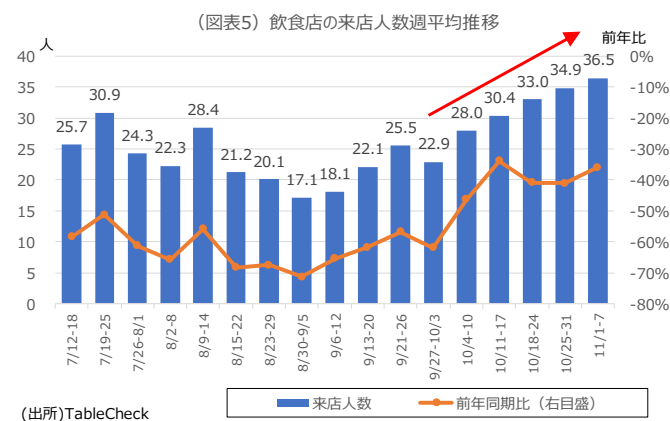
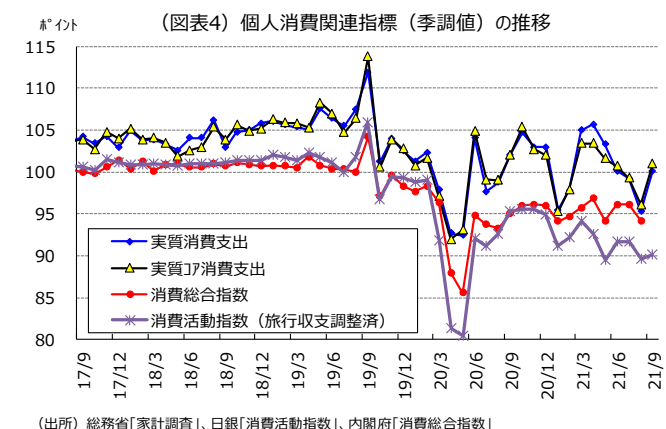
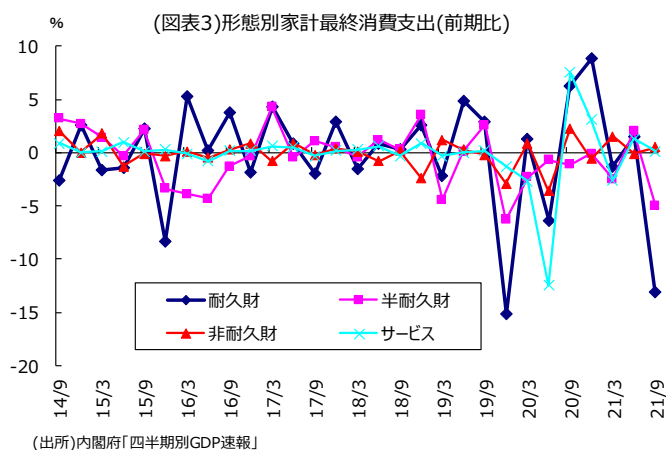
月次で発表される主要個人消費統計からは、まだ10月の結果は確認できないが、9月の時点ですでに回復の兆しは見える。まず、家計調査の実質消費支出（二人以上の世帯）は季調済前月比で+5.0%の高い伸びとなった（図表 4）。また、9月の全国百貨店売上高概況によると、全国の百貨店の売上総額は前年比▲4.3%と2ヵ月連続のマイナスだが、発表元の日本百貨店協会は、「感染者数が減少するに連れ、中旬以降、売上・集客ともに一部回復傾向も見られた」と報告している。

また、自粛期間に最も「鬱積」していたのは、外食、旅行等のサービス需要である。レストラン予約サービスの TableCheck が集計したデータによると、飲食店の週平均の来店人数は、緊急事態宣言の終了後、着実に戻ってきている（図表 5）。水準的には昨年 12 月と同程度である。発表元によれば、昨年 12 月は Go To Travel キャンペーンがまだ実施されていた時期だったにもかかわらず追いついたことを考えれば、年末に向けてさらに客足の回復が期待できるとしている。10 月 25 日以降は、1 都 3 県等で実施されていた時短要請も基本的に解除、年末以降は会食人数制限も解除される見通しとなっていることから、年末以降の来店数の回復度合いが注目される。

消費マインドはすでに大きく持ち直している。10 月の消費者態度指数は 39.2 ポイントと、前月から 1.4 ポイント上昇、パンデミック直前の 2020 年 1 月の 39.1 ポイントを上回った（図表 6）。10 月の景気ウォッチャー調査の先行き判断 DI（家計動向関連）は 57.9 ポイントで、2000 年の統計開始以来の最高水準である（図表 7）。同調査のアンケート結果では、感染縮小に伴う景気回復を期待する声が多く上がっている。

3. 政府の経済対策に期待

政府は財政支出で 30~40 兆円規模の経済対策を実施の意向と伝えられている。このうち、Go To Travel キャン



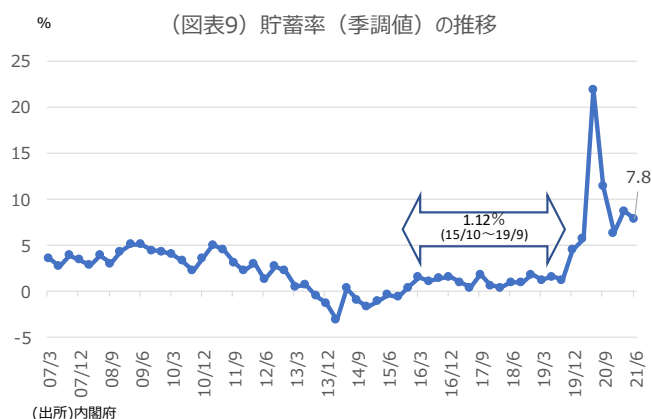
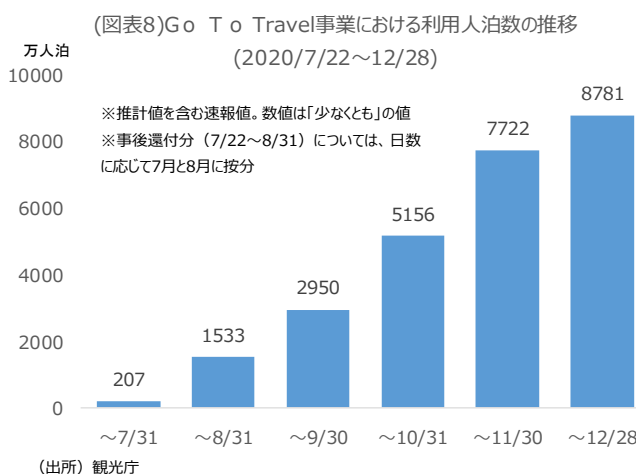
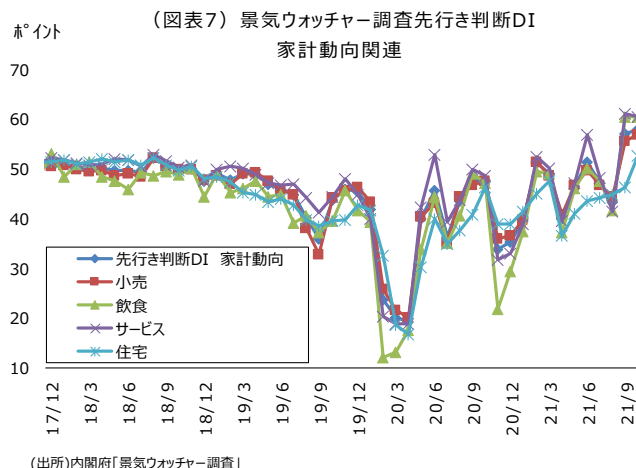
ンペーンについては、政府は来年1月以降の再開を予定している。内容について、現時点で伝えられているところでは、旅行代金の割引率が30%、割引の上限額は1人1泊につき1万円、地域共通クーポンは平日3,000円、休日1,000円とのことである。上限額は昨年の約半分だが、相応の経済効果が期待できよう。

観光庁によると、昨年末までのGo Toの利用は8,781万人泊に達した(図表8)。政府による割引支援額は5,399億円だが、当方の試算では、これによる旅行・観光産業の総売上は2.5兆円、誘発消費の乗数は3.6倍に達する。当社の経済モデルでは、2020年度のGDPを0.53%押し上げたとの結果が得られる。Go Toに関してはいまだに評価が分かれるが、公的資金を呼び水に、その数倍の民間需要を引き出すことができるという点で、効率的な政策であったといえる。

家計への給付金については、年収960万円以下の世帯につき、18歳以下1人当たり10万円相当の支援を行なう方針となった。住民税非課税世帯や、厳しい経済状況にある学生にも支給される。子ども向けは年内に5万円が現金で、春までにもう5万円がクーポンで支給され、総予算は2兆円前後となる見込みである。昨年の一人10万円の特別定額給付金については、半分程度が消費に回った可能性があると考えるが、子育て世帯は学費としてより多くの貯蓄を必要としている。明治安田生命が子育て世帯に対し8月に実施したアンケート調査によると(https://www.meijiyasuda.co.jp/profile/news/release/2021/pdf/20211019_01.pdf)、回答者の平均貯蓄額は月額22,605円で、理想の貯蓄額である35,151円から12,546円不足している。消費に回る割合は、昨年の特別定額給付金を下回り、GDPの押し上げ効果は0.1%台の半ばから後半程度と予想する。

日銀は、コロナ下の低い消費性向の結果としての個人消費の実績と、本来あるはずだった消費水準との差を「強制貯蓄」と定義づけ、2020年1年間の累計で、20兆円程度発生したと計算している。これには、一人10万円の特別定額給付金から貯蓄に回った部分を含まない。

7-9月期の貯蓄率は7.8%で、なお高めの水準が続いており、これがいつ下がるかがポイントとなる(図表9)。コロナ前の4年間の平均は1.12%だったので、仮にこれが平常時の貯蓄率と仮定すれば、まだ6%以上高いということになる。先行き不安はしばらく残ると考えられることから、これが再び1%台に戻るには時間を要するかもしれないが、3%程度に戻るとしても、10兆円規模の押し上げ効果が生じる計算である。総じて家計には消費を拡大させる余力を有しているのは確かと考えられる。



4. 個人消費のリスク

今後の個人消費、ひいては経済へのリスクとしては、まず、人々の外出意欲の回復が遅れる可能性が挙げられる。第6波への警戒感に加え、「自粛疲れ」ならぬ「自粛慣れ」も手伝って、多くの国民はコロナモードの生活リズムを崩していないのが実態とも考えられる。宴会の規制を続ける企業も多く、忘年会等のイベントの予約状況も今のところ低調である。

二番目は、第6波が予想以上の規模となる可能性である。ワクチン接種が進んだ欧州やシンガポールでも再び感染拡大が進んでいることを考えれば油断はできない。ただ、今後は「With コロナ」対策の整備が進むと考えられる。たとえ感染が再拡大に向かっても、営業制限はこれまでの緊急事態宣言ほど厳しくならない可能性が高い。

三番目は、エネルギー価格の高止まりが実質購買力を阻害することである。9月CPIではコアCPI（生鮮食品を除く総合）の伸びが前年比+0.1%、コアコアCPI（生鮮食品及びエネルギーを除く総合）は同▲0.5%となった。両者の差がエネルギー寄与分なので、足元の実質個人消費に前年比で約0.6%の下押し圧力がかかっている計算になる。灯油価格の上昇幅は同+20.2%と2割に達しており、冬場にかけて家計の圧迫要因となる可能性が示されている。

四番目は所得の伸びの鈍さである。すでに、今年度の春闘における賃上げ率は8年ぶりの低さとなったことが明らかになっている（図表10）。企業業績は回復しており、来年の春闘は改善が期待されるものの、企業の中長期的な成長期待の低迷が続く、感染再拡大の不安も残るなかでは、限定的な回復にとどまる可能性が高い。反動増的な局面が一巡した後は、再び所得の伸びに見合った緩慢なペースに戻ってくると予想する。

5. 住宅投資も大幅マイナス

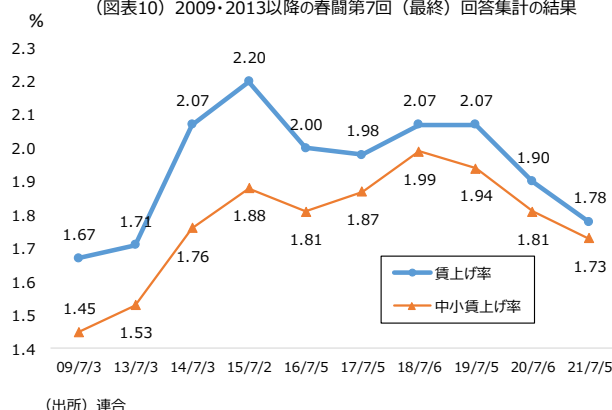
7-9月期の民間住宅投資は前期比▲2.6%（年率換算：▲10.1%）と、3四半期ぶりのマイナスとなった。緊急事態宣言の発令地域で、販売センター等への出足が鈍った影響と考えられる。月次の住宅着工統計を見ると、春先以降、7月までは回復基調にあったが、8、9月と落ち込んだ様子が現れている（図表11）。

ただ、10月の日銀地域経済報告（さくらレポート）を見ると、住宅投資の判断は、東海や近畿で「下げ止まっている」から「持ち直している」へ、東北が「貸家を中心に減少している」から「持家を中心に持ち直しつつある」へ上方修正されるなど、9地域中5地域で上方修正され、「減少」や「弱い動き」との表現を用いた地域は0となっており、基調としては回復傾向にある様子が示されている。

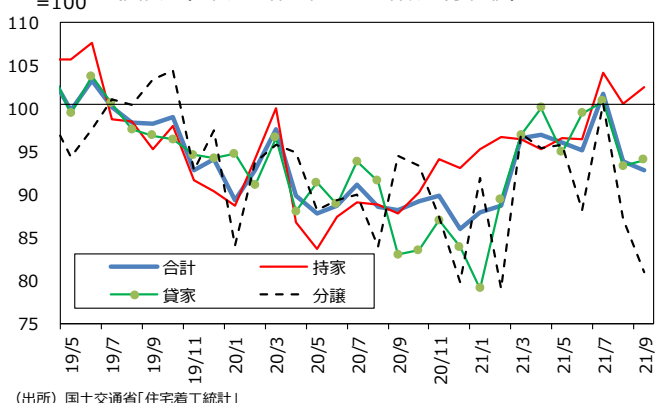
10月の統計はまだ明らかではないが、ペントアップディマンド（繰越需要）が徐々に顕在化しているとみられること、テレワークを行なう人が増えるなか、仕事部屋を求めて郊外にある広めの物件に対する需要が高まっていること、住宅ローン金利が歴史的低水準で推移していること、政府の住宅取得支援策も引き続き下支えになっていることから、10-12月期の住宅投資は再びプラスに転じると予想する。

一方で、所得の伸び悩みと金利の下げ止まりで、家計の資金調達能力が伸びていないのに対し、マンション中心に物件の値上がりが続いていること等は抑制要因となる。2022年の後半にかけては、住宅投資の増勢は次第に

（図表10）2009・2013以降の春闘第7回（最終）回答集計の結果



19年平均 = 100 (図表11) 利用関係別住宅着工件数（季調値）



鈍化していくと予想する。

6. 半導体不足が設備投資を押し下げ

7-9月の民間企業設備投資は、前期比▲3.8%（年率換算：▲14.4%）の大幅マイナスとなった。企業業績は回復傾向が続いているものの、半導体不足が設備投資計画のボトルネックとなった可能性が高い。

設備投資の先行指標の一つである9月の資本財国内出荷（除く輸送機械）は、前月比▲4.7%と3ヵ月連続のマイナスとなった。建築物着工床面積や機械受注（除く船舶・電力民需）は、最近では月ごとの振れが大きいですが、総じて見れば勢いは落ちている（図表12）。

一方、製造業、特にグローバル企業が多く含まれる大企業の業況回復は顕著である。9月調査の日銀短観では、大企業・製造業の業況判断DIが+18と、6月調査の+14から4ポイントの改善となった（図表13）。底だった昨年の6月短観の▲34から、累計52ポイントの改善で、水準的には2018年12月の+19以来の高さとなっている。

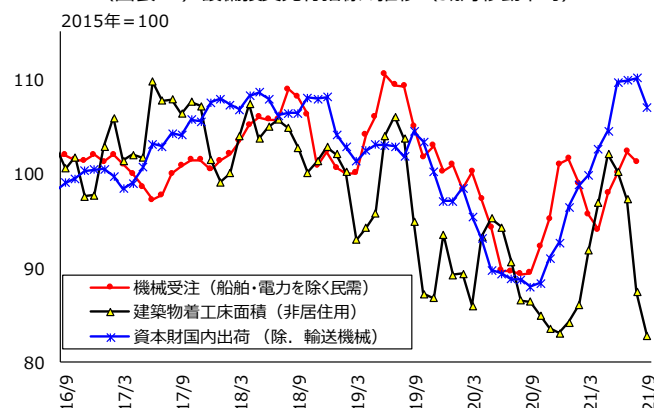
大企業・製造業の2021年度設備投資計画は前年比+13.3%で、この時期としては3年ぶりの高い伸びだった。生産・営業用設備判断DIも、多少ペースは鈍ったものの、改善が進んでいる（図表14）。全規模・全産業では先行きもさらに低下傾向が続き、不足方向（マイナス圏）に転じる見通しである。

設備投資と関連の高い輸出は、足元では鈍化傾向となっている。今後は、中国経済の減速が設備投資意欲のさらなる下押し要因になる可能性は捨てきれない。一方、半導体不足が緩和に向かえば、落ち込んでいた自動車の輸出は持ち直すとみられる。また、今後、「Withコロナ」の経済運営手法の確立が進むとともに、対面サービス産業の設備投資マインドも徐々に回復に向かう展開が期待できる。

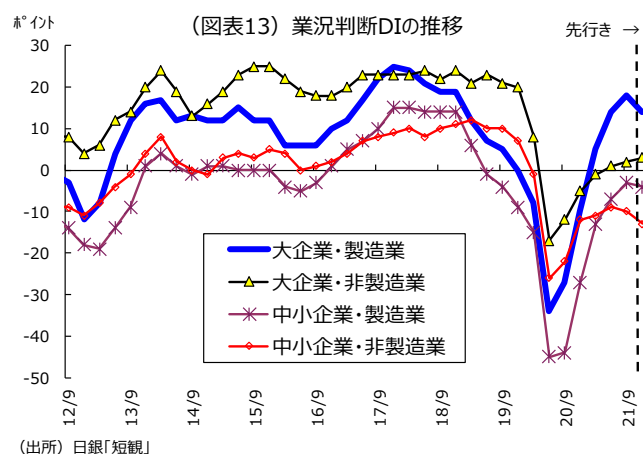
また、ある意味国策である脱炭素関連投資は、多少の業況の振れにかかわらず継続的な実施が求められる。単なる生産能力増強型投資には大きな期待はできないほか、ホテルや飲食店等の新設需要や、航空機や鉄道車両等の更新需要もしばらく低迷を余儀なくされるとみられるものの、来年にかけての設備投資は、外需、DX（デジタル・トランスフォーメーション）、脱炭素等をけん引役に、底堅い推移が予想される。

7. 公共投資は息切れ

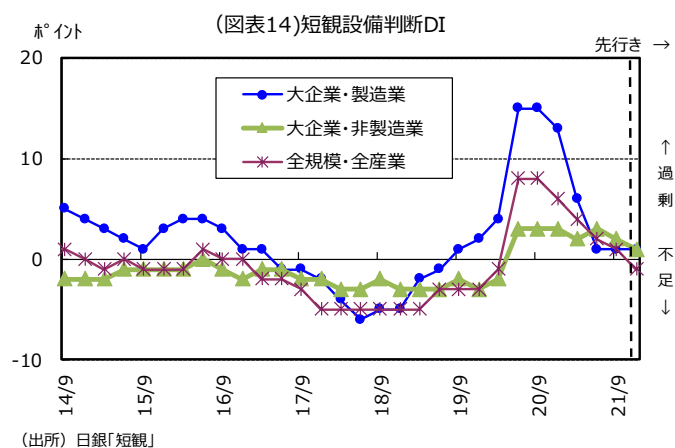
（図表12）設備投資先行指標の推移（3ヵ月移動平均）



（出所）内閣府「機械受注」、国土交通省「建築着工」、経済産業省「鉱工業出荷内訳表」



（出所）日銀「短観」



（出所）日銀「短観」

7－9 月期の公的固定資本形成は前期比▲1.5%（年率換算：▲5.8%）と、3 四半期連続のマイナスとなった。高水準での推移が続いてきた公共投資には、このところ息切れの兆しが見える。公共投資の先行指標である公共工事請負金額は勢いが衰えており（図表 15）。当面は高水準ながらも徐々に鈍化に向かう展開が予想される。

10 月のさくらレポートを見ると、公共投資の判断は、9 地域中 8 地域ですえ置きだった。唯一東北のみが「震災復興・復興関連工事を中心に、緩やかに増加している」から、「震災復興関連工事の一巡などから減少に転じている」へと下方修正されたが、他の 8 地域ではまだ「増加」か「高水準」いずれかの表現が用いられている。

2022 年度予算では、昨年度と同規模の公共事業関係費が確保される見込みである。補正とセットで 16 ヶ月予算として執行され、2022 年度初に、繰り越し分含め今年度初と同規模の 10.8 兆円程度を確保することを念頭に、補正で 2 兆円（前年度比▲0.5 兆円）、2022 年度当初予算で 6.1 兆円（2021 年度当初予算と同じ）が用意されると伝えられている。足元で減速しつつある公共投資を一段と押し上げるにはやや力不足で、2022 年度までの公共投資は、高水準ながらも、横ばい圏内の推移が続くと予想する。

7－9 月期の政府最終消費支出は同+1.1%（寄与度+0.2%）と、4－6 月期の同+1.1%に続き高めの伸びとなった。政府最終消費支出は本来振れの小さな項目だが、このところ、感染症対策の進捗が増加要因となっている。もともと GDP に占めるウェイトは 2 割程度と、設備投資より大きく、一定の下支えとなっている形だが、ワクチン接種も一巡しつつあることから、今後は均せば伸びは徐々に鈍化に向かうと予想される。

8. 輸出も半導体不足が影響

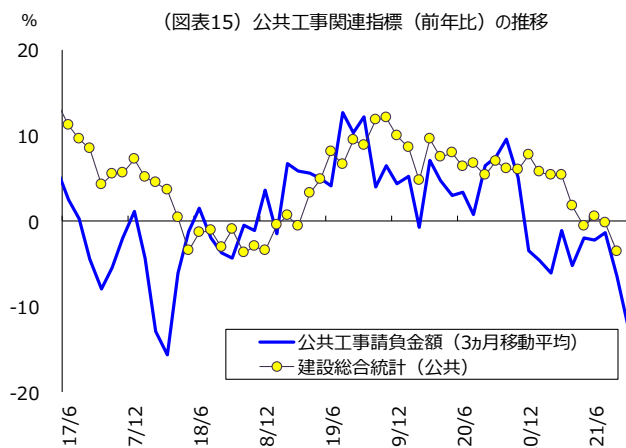
7－9 月期の輸出は同▲2.1%（年率換算：▲8.3%）と 5 四半期ぶりのマイナスとなった。半導体不足に加え、中国経済の急減速の影響も受けている。

9 月の貿易統計によると、輸出の実勢を示す輸出数量指数は前年比+3.3%となり、4 ヶ月連続で鈍化した。コロナ禍の影響を除去するため、2 年前の 2019 年 9 月対比で見ても▲4.7%と、3 ヶ月連続のマイナスとなっている（図表 16）。品目別では、特に自動車の落ち込みが激しい。

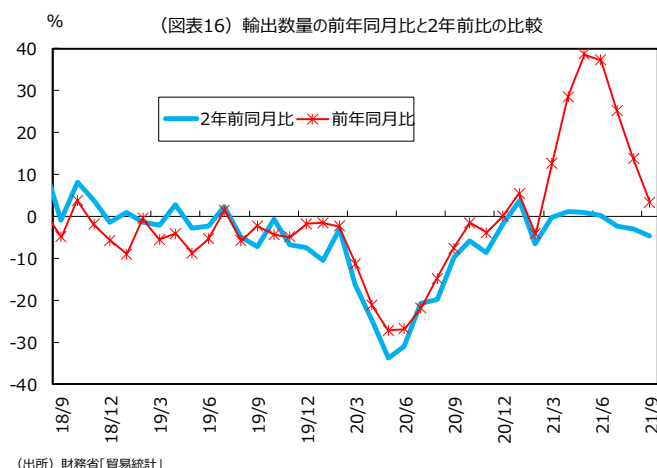
半導体不足はしばらく尾を引きそうな見込みだが、日本の自動車メーカーは、半導体不足の影響は徐々に和ら

いでいるとの認識で、報道によれば、各社とも 12 月以降の増産を視野に入れている模様である。半導体工場の稼働率は依然としてきわめて高水準で推移しており、安定供給にめどがつくのは年を過ぎそうだが、年末以降、自動車生産、輸出とも回復に向かう可能性が高い。

中国経済は、デルタ株が広まるなかで、政府の「ゼロコロナ」ポリシーのもとで再び経済活動の制限を強めているほか、恒大問題に代表されるように過熱気味だった不動産市場の調整も進めている。中国 PMI は好不調の境目となる 50 を割り込んでおり、景気は減速基調で推移する可能性が高い。2022 年秋には共産党大会を控えてい



(出所) 国土交通省「建設総合統計」、東日本建設業保証「公共工事前払金保証統計」



(出所) 財務省「貿易統計」

ることから、政府が景気腰折れを座視することはないと考えるが、今後の景気拡大ペースは緩やかなものにとどまる可能性が高く、相対的に堅調さを保ってきた中国向け輸出の増勢も鈍化しよう。

欧米は、「With コロナ」を基本スタンスとする国が多く、経済活動の制限を強化する動きは今のところ限定的である。しかしながら、半導体不足が抑制要因となるほか、商品価格の高騰によるインフレ圧力も家計や企業の重しとなる見込みである。コロナ禍で大盤振る舞いしてきた財政政策の景気浮揚効果も今後は逡減していくことから、景気拡大ペースの鈍化が予想される。日本の輸出は基本的に増加基調が続くとみるが、その勢いはこれまでよりも弱まると予想する。

9. 実質 GDP は 10－12 月期に反発へ

10－12 月期の実質 GDP は、個人消費を中心としたペントアップディマンドの顕在化に伴い、急回復が予想される。現時点では、伸び率は前期比で 1%を上回る可能性が高いとみる。半導体不足の影響は残るが、自動車メーカーの間でも最悪期は過ぎたとの認識が広がっており、設備投資や輸出も持ち直す可能性が高い。日本経済はしばらく内需主導での回復基調が続くだろう。

もっとも、感染第 6 波の襲来や、中国経済の減速、エネルギー価格の動向、先進国の供給制約など、先行きには引き続き多くのリスクが横たわる。また、少子高齢化で労働力人口が伸びず、かつ生産性も伸び悩むなかで、潜在成長率が低迷を続ける根本的な問題にも改善の兆しは見えない。今後、目立ったリスク要因の顕在化がないとしても、反動増が一巡する 2022 年度後半以降は、再び成長率が鈍化に向かう展開が予想される。

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●照会先● 株式会社 明治安田総合研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北3-2-11 TEL03-6261-6411