

4-6 月期 GDP は個人消費が押し上げ

フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一

1. 4-6 月期 GDP は市場予想を上回る

4-6 月期の日本の実質 GDP 成長率は前期比+0.3% (年率換算：+1.3%) と、事前の市場予想 (同+0.1%、年率換算+0.5%、当社予想は同+0.1%、+0.6%) を上回った (図表 1、2)。東京を含む複数の都道府県で、4 月 25 日から 6 月 20 日まで緊急事態宣言下にあったにもかかわらず (期間は都道府県により前後する)、民間最終消費支出が前期比+0.8%と予想外の強さを示した。当研究所は同▲0.3%と予想していた。

他の需要項目はおおむね予想の範囲内だった。住宅投資は、底堅い首都圏のマンション需要等を反映し、同+2.1% (寄与度：+0.1%) と 3 四半期連続のプラスとなった。民間設備投資は、製造業の収益改善と業況回復を反映し、同+1.7% (同+0.3%) と、2 四半期ぶりのプラスとなった。民間在庫は、積み増し幅が、最終需要の不振を反映して積み上がった 1-3 月期との比較で縮小した結果、実質 GDP への寄与度は▲0.2%と、2 四半期ぶりのマイナスとなった。

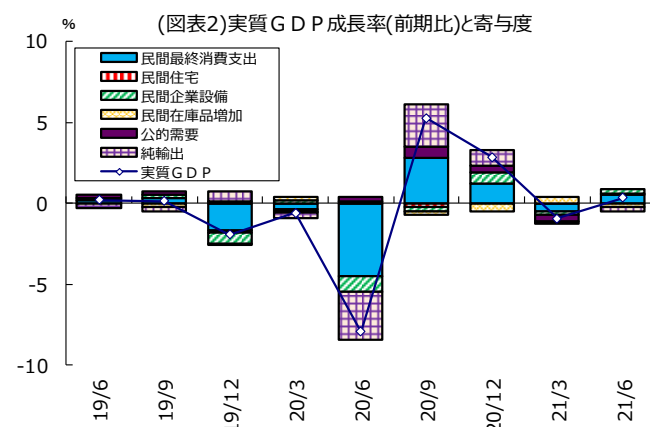
公需に関しては、公的固定資本形成が公共投資の息切れを反映して前期比▲1.5% (寄与度▲0.1%) と、2 四半期連続のマイナスとなった。政府最終消費支出は、政府の感染対策の進捗等を反映し、同+0.5% (同+0.1%) と 2 四半期ぶりのプラスとなった。

世界経済の回復を背景に、輸出は同+2.9% (同+0.5%) と 4 四半期連続のプラスとなった。引き続き、好調な外需が日本経済を支えている様子を示した。

(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4-6月期		2021年4-6月期	
		寄与度		寄与度
実質 GDP	0.1	-	0.3	-
前期比年率	0.6	-	1.3	-
民間最終消費支出	-0.3	-0.2	0.8	0.5
民間住宅投資	4.7	0.2	2.1	0.1
民間設備投資	3.1	0.5	1.7	0.3
政府最終消費支出	0.5	0.1	0.5	0.1
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)	-	-0.2	-	-0.2
純輸出(寄与度)	-	-0.1	-	-0.3
財貨・サービスの輸出	2.6	0.5	2.9	0.5
財貨・サービスの輸入	3.4	-0.6	5.1	-0.8
名目 GDP	0.0	-	0.1	-
前期比年率	0.0	-	0.2	-
GDP デフレーター(前年同期比)	-0.4	-	-0.7	-

(出所) 内閣府より明治安田総研作成



2. 出来すぎの感が強い個人消費

民間最終消費支出は、前述の通り前期比+0.8% (年率換算：+3.4%) と、予想外の底堅さを示した。

形態別国内家計最終消費支出を見ると、耐久財が同+0.4% (GDP への寄与度：+0.0%)、半耐久財が同+1.9% (同+0.1%)、非耐久財が同▲0.6% (同▲0.1%)、サービスが同+1.5% (同+0.5%) となっており、サービス

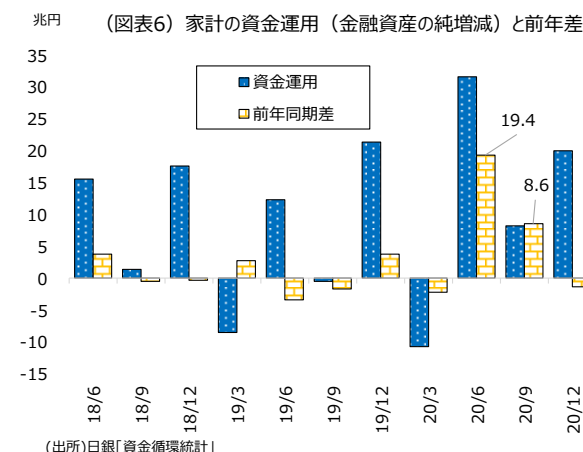
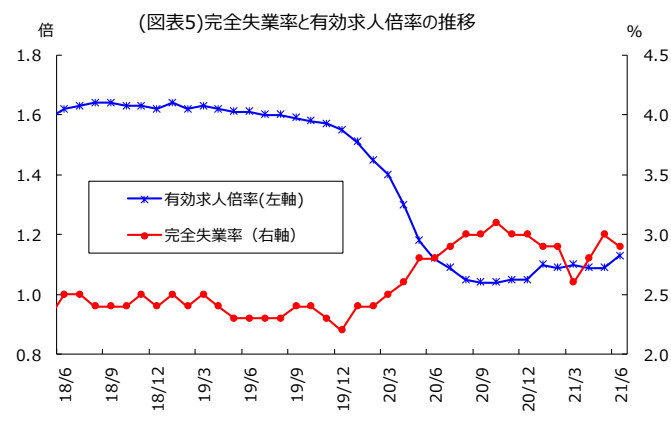
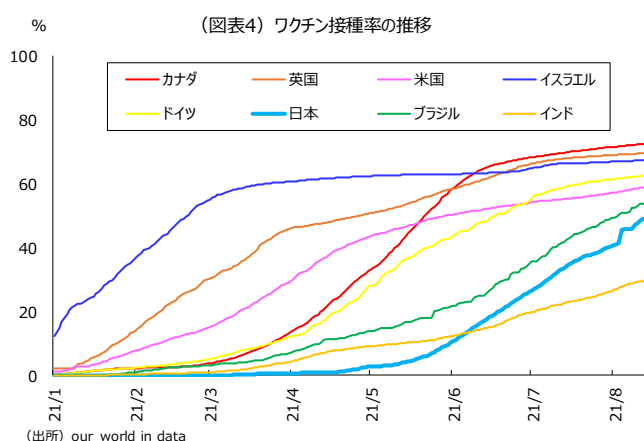
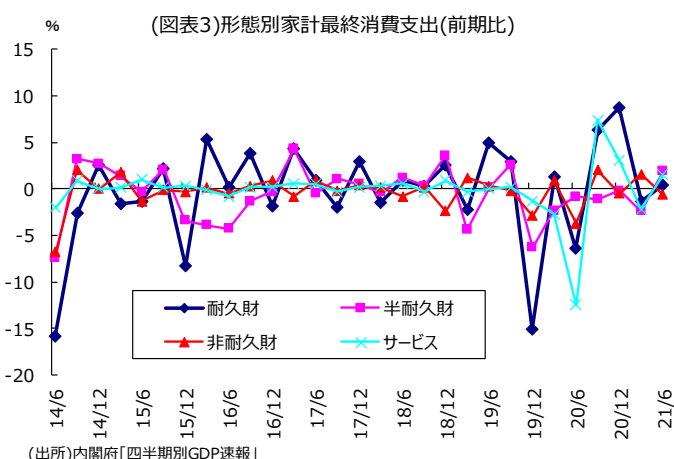
の寄与が大きかった（図表 3）。自粛下で対面サービスが落ち込んでいる姿が想定されただけに、この結果は意外である。6 月 20 日に 3 回目の緊急事態宣言が解除された後の反動増的な個人消費の回復が予想以上の規模だった可能性のほか、期間中の人流の抑制が限定的だった可能性も考えられる。しかし、家計調査等、月次の個人消費統計からはこの結果は予想できなかった。諸事情を勘案しても、この結果は出来すぎと言わざるを得ず、7-9 月期は反動減を覚悟しておいた方がいいように思われる。

3. 個人消費は 10-12 月期に再度反発へ

足元では、まだ感染拡大が続いている。東京の新規感染者数は、7 月の 4 連休明けに急増し、以後、過去最高を更新する日が続いてきた。経済・社会活動の疲弊度が限界に達していることもあって、緊急事態宣言下でも人流を十分に抑制できていない。加えて、従来株よりもはるかに感染力が高いデルタ株が広がっていることが主因である。

すでに 65 歳以上の 8 割以上がワクチン接種を終了していることもあり、今のところ死亡者数が比例的に増えていないのが救いだ。若い世代の感染者の間で、呼吸管理が必要な中等症が増えている。先行きは予断を許さないが、ワクチン接種の進展には期待が持てる。5 月までの日本におけるワクチン接種のペースは、OECD 加盟 37 カ国中最下位という状況だったが、6 月以降に急加速し、接種率は約 5 割に達している（図表 4）。10 月末までには希望者全員の接種完了が可能なペースで、9 月以降は感染者が減少に向かう展開が期待できる。

緊急事態宣言の長期化と、4-6 月期の反動減も加わることで、夏場の個人消費が従来見込んでいたより下振れるのは避けられない。ただ、ペントアップディマンド（繰り越し需要）も着実に蓄積されている。その発現を可能とする素地も整っている。まず、雇用調整助成金等の政策効果もあって、雇用・所得環境が大きく傷んでいない。6 月の完全失業率（季調値）は 2.9%と、2 カ月ぶりに 2% 台まで回復、有効求人倍率（季調値）は 1.13 倍と、5 月から 0.04 ポイント上昇した（図表 5）。先行きの雇用環境に対し、先行性の高い新規求人数が前月比 +4.9%と 2 カ月連続で増加している。

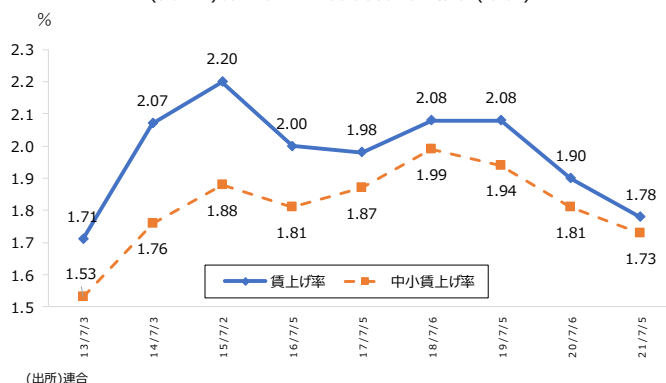


また、各種給付金効果で、家計の金融資産も積み上がった状態にある。昨年4-6月期と7-9月期の2四半期における家計の金融資産の純増幅は、合計で前年を28兆円上回り、その後も大きく取り崩されていない（図表6）。年明け以降、感染者が減少に向かった多くの国で、「リベンジ消費」と呼ばれる反動増的な個人消費の盛り上がりが見られたが、日本も同様の展開が期待できるとみている。

また、2020年度予算の繰越金が30兆円に上ることが明らかになったが、この執行が進むと考えられるのに加え、年末には大きめの補正予算が編成される可能性が高い。かなりの部分が家計支援に回る可能性が考えられ、年末から年明けにかけての個人消費は強めの反発が予想される。

もっとも、反動増局面一巡後の個人消費は、再び雇用・所得環境の改善ペースに見合ったより緩やかなペースに戻らざるを得ない。2021年の春闘は、8年ぶりの低水準となった（図表7）。経団連が発表した大手企業の2021年夏季賞与は、前年比▲8.27%と3年連続の減少で、下げ幅もリーマン・ショック直後の2009年夏（▲17.15%）以来の大きさとなっている。2022年の春闘に関しては、輸出企業を中心に業績改善が進んでいることから、今年の伸びを上回る妥結結果が予想されるが、なんらかの形でコロナの影響が残るとみられるなか、安倍政権下でのトレンドを超える伸びは難しい。反動増が一巡した後の、2022年度の個人消費は、所得の伸びに見合った緩やかなペースにまで減速しよう。

（図表7）春闘第7回回答集計結果の推移（最終）

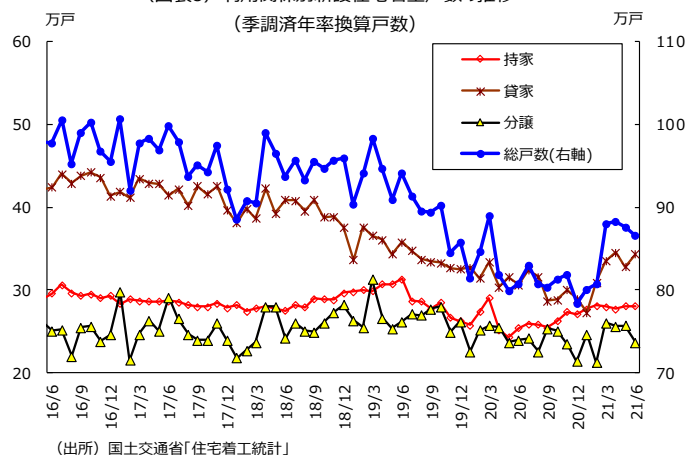


4. 住宅投資は2022年度にピークアウトへ

4-6月期の民間住宅投資は前期比+2.1%（年率換算：+8.6%）と、3四半期連続のプラスとなった。水準的には消費増税前の2019年7-9月期のそれをまだ7%近く下回っているが、徐々に回復基調を強めている。

月次の住宅着工統計を見ても、春先以降、持ち直している（図表8）。7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、北海道が「横ばい圏内の動きとなっている」から「緩やかに持ち直している」へ、九州・沖縄が「弱い動きとなっている」から「持ち直しの動きがみられている」へと上方修正されるなど、9地域中6地域で上方修正された。減少との表現を用いた地域は4地域から2地域へ、「弱い動き」は2地域から0地域へと減少している。

（図表8）利用関係別新設住宅着工戸数の推移
（季調済年率換算戸数）



首都圏では、テレワークの増加などをきっかけに、マンション販売が依然好調である。今後は、ワクチン普及に伴い、販売センターへのさらなる出足の戻りが期待できる。ただ、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、マンション価格は右肩上がりの上昇が続いている。首都圏のマンション市場に関しては、ここまで若干バブル的な盛り上がりを見せていたが、今後はより値ごろ感のある物件に選好が移っていくと考えられる。住宅投資の改善ペースは、2022年度以降、徐々に鈍化に向かうと予想する。

5. 企業収益の回復が設備投資を下支え

民間企業設備投資は、前期比+1.7%（年率換算：+7.0%）と、2 四半期ぶりのプラスとなった。企業業績が製造業を中心に持ち直し、機械投資や DX（デジタルトランスフォーメーション）関連の投資需要を誘発したと見込まれる。

今後も設備投資は回復基調で推移する可能性が高い。設備投資に先行する主要 3 指標を見ると、まず、6 月の資本財国内出荷（除く輸送機械）は、前月比+4.6%と 2 ヶ月ぶりのプラスとなっている。最近では月ごとの振れが大きいものの、均せば着実に回復に向かっている（図表 9）。建築物着工床面積も回復基調、年明け以降、ややもたついていた機械受注（船舶・電力を除く民需）も直近では持ち直しており、設備投資の先行指標は総じて上向いている。

マクロの企業収益も良好である。1-3 月期法人企業統計における、季節調整済みの全産業の経常利益は前期比+5.6%と、3 四半期連続のプラスとなっている。また、製造業、特に大企業の業況は緊急事態宣言の影響をほとんど受けていない。6 月調査の日銀短観では、大企業・製造業の業況判断 DI が+14 と、3 月調査の+5 から 9 ポイントの大幅改善となった（図表 10）。設備投資計画も前年比+13.3%と、3 月の同+3.2%から大きく上方修正されている。日本の設備投資の増減は、短期的には外需に左右される傾向が強い。昨年度の外需は主として中国にけん引されていたが、ここへきて米国経済が一段と力強さを増してきたことが、輸出企業を中心に設備投資計画の上方修正につながっている可能性が考えられる。

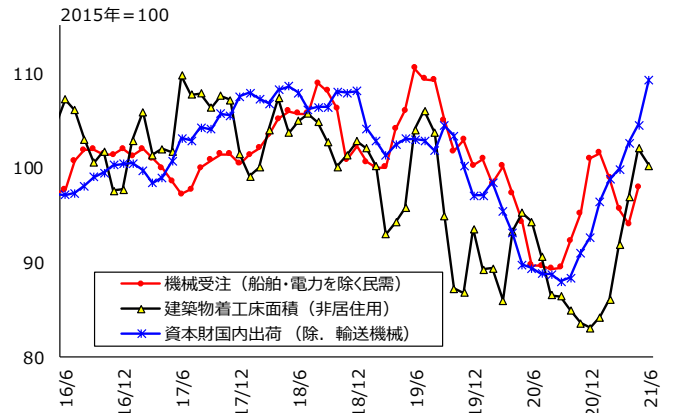
また、コロナ問題で、DX 関連の投資推進の必要性を痛感した企業も多いとみられる。6 月短観における大企業・製造業の 2021 年度のソフトウェア投資計画は前年比+21.7%、中小企業・製造業は同+44.6%といずれも高い伸びになっている。環境関連の投資も待ったなしの状況と言ってよい。脱炭素に向けた取組みを国策とする国が増えており、日本も続いている。また、昨年以降、欧米を中心に、環境負荷の大きい「ブラウン企業」へのファイナンスの制限を宣言する金融機関が相次いでいることも、企業に環境関連の投資を急がせる誘因となっている。

企業の設備投資意欲に影響する、中長期的な成長期待に改善が見られない状況下ではあるが、先行きの見通しは明るさを増している。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は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、環境等をけん引役に、回復基調が続くと予想する。

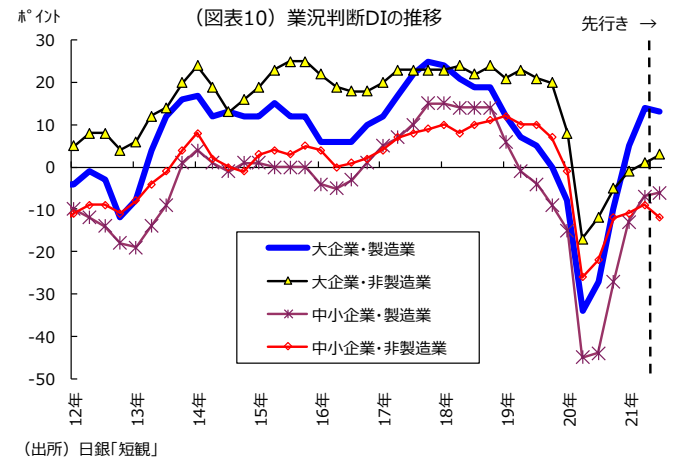
6. 公共投資は息切れ

4-6 月期の公的固定資本形成は前期比▲1.5%（年率換算：▲5.7%）と、2 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 11）。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。

（図表9）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」

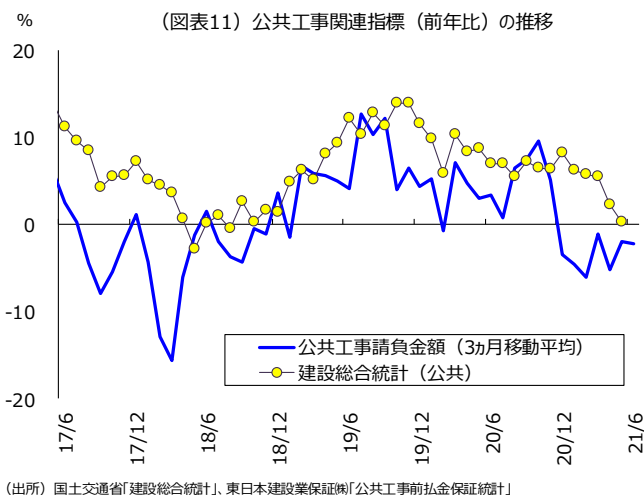


（出所）日銀「短観」

7月のさくらレポートを見ると、公共投資の判断は、北陸が4月から下方修正、四国が上方修正となったほか、他の7地域は横ばいだった。今のところは、まだ全9地域で「増加」か「高水準」いずれかの表現が用いられている。ただ、すでにここまで十分な予算上の手当てが行なわれてきたこともあり、さくらレポートのアンケートを見ると、一段と増加に向かうとの見方は少ない。中国、四国地方からは、西日本豪雨に係る災害復旧工事の一巡を指摘する声が挙がっているほか、東北からは東日本大震災からの復興関連予算の減少を指摘する声が出ている。一方、2020年度予算の繰り越しに伴う手持ち工事高が残っているとの指摘が複数寄せられているほか、国土強靱化関連工事の発注本格化に期待する向きもある。脆弱材料の綱引きの中、当面は高水準の状態が続くとみられものの、自然体であれば、2020年度予算の進捗、および災害復旧工事の一段の進捗とともに、徐々に減速に向かう可能性が高い。

ただ、年末には再び大型の補正予算の編成が予想される。飲食業界や家計への支援が中心になるとみられ、公共投資が大幅に積み増される可能性は低いものの、それでも公共投資の減速を防ぐ程度の予算は確保されるとみられる。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。

4-6月期の政府最終消費支出は同+0.5%（同+2.0%）と、2四半期ぶりのプラスとなった。1-3月期は同▲1.7%の大幅マイナスだったが、これは、昨年後半に高い伸びを続けていた反動であった。Go To Travel キャンペーンによる政府補助部分が、政府最終消費支出に計上されたのに加え、医療費（政府負担分が政府消費に計上）が自粛中の受診控えからの反動で増えたためである。政府最終消費支出は本来振れの小さな項目だが、当面は、感染症対策の進捗が増加要因となる。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、2021年度は実質GDPの下支え要因として存在感を示すと考えられる。

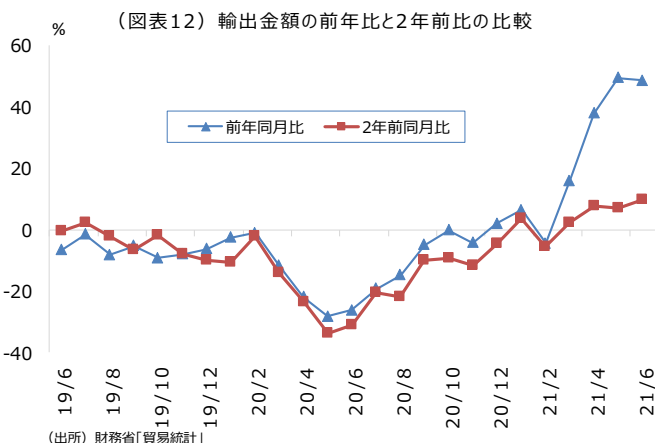


7. 輸出は好調維持

4-6月期の輸出は同+2.9%（年率換算：+12.3%）と4四半期連続のプラスとなった。世界景気の回復を背景にした輸出の拡大が引き続き景気の下支え役となっている様子を示した。

6月の貿易統計によると、輸出金額はコロナの影響を受けない2年前の2019年6月対比で見ても+9.7%と、5月の同+7.2%からプラス幅を拡大させている（図表12）。

主要国・地域別に展望すると、まず中国経済は、コロナ禍からの反動増局面がすでに一巡していることから、日本からの輸出も徐々に伸びが鈍化に向かう可能性が高い。一方、米国向けの輸出は、徐々に回復基調が強まると考えられる。短期的には半導体不足が自動車・関連部品の輸出の抑制要因になると考えられるが、自動車への需要自体は強く、半導体不足が改善に向かえば回復が期待できる。また、米国ほどの勢いはないものの、経済が正常化に向かっているEU向けも年後半に向けて回復ペースが速まる見込みであり、輸出の下支え役となろう。年後半は、中国向けの伸びが鈍化する一方、米国、EU向けが拡大することが、対中国の鈍化分を相殺すると予想する。



新興国では、ワクチン接種の進展の差で景況感格差が大きくなっているが、米中二大経済大国が世界経済をけん引する構図は基本的に変わらないとみられる。為替相場における円安水準の定着も追い風である。2022 年度までの日本の輸出は基本的に堅調な推移を予想する。

8. 実質 GDP は 10－12 月期に反発へ

4－6 月期の実質 GDP は、予想外の個人消費の好調に支えられる形となったが、出来すぎの感が強いこと、緊急事態宣言が 9 月まで延長される可能性が高まっていることを考えれば、7－9 月期は反動減を余儀なくされる可能性が高い。もっとも、その後の見通しは必ずしも暗くない。ワクチン接種のペースは加速しており、秋口以降、感染者は減少に向かうだろう。宣言の長期化によりペントアップディマンドも着実に蓄積されている。日本の輸出をけん引してきた中国経済は足元でやや翳りが見られるものの、米国向け輸出は回復に向かっており、欧州向けも今後回復に向かう可能性が高い。反動増的な個人消費の盛り上がりや堅調な外需が下支え役となり、10－12 月期の成長率は強めの反発を見込む。

もっとも、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中で、潜在成長率が低迷を続けている根本的な問題に改善の兆しは見えない。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。また、どの国でも、一定程度ワクチン接種が進んだ後は、接種率が頭打ちになる傾向がある。デルタ株の登場で、集団免疫を獲得するために必要な接種率のハードルは上がっており、冬場に再び感染拡大が起きる可能性は捨てきれない。2022 年になっても日本経済はコロナリスクから容易に逃れられないかもしれない。

※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