

Economic Monitor

10～12月期成長率は 1.4%への下方修正を予想（2次QE予想）

2010年10～12月期の成長率は、設備投資の下方修正を主因に、1次推計の年率 1.1%から1.4%へ下方改訂されると予想。10～12月期マイナス成長の主因である個人消費と輸出は修正されないため、景気認識に大きな変更なし。なお、日本経済は1～3月期に足踏み状態から脱すると考えられるが、1月の経済指標はロケットスタートにはならない可能性を示唆。

3月10日木曜日に10～12月期成長率の2次推計が公表される。本日公表された10～12月期の法人企業統計などを踏まえると、実質GDP成長率は1次推計の前期比 0.3%（年率 1.1%）から 0.4%（年率 1.4%）へ小幅の下方修正が見込まれる。主因は、法人企業統計などを受けた設備投資の下方修正（前期比0.9% 0.7%）である。

法人企業統計における名目設備投資（除くソフトウェア投資）は前期比0.7%（7～9月期1.3%）と3四半期連続で増加したが、伸び率は鈍化した。原系列の前年比を見ても4.8%（7～9月期4.8%）と2四半期連続のプラスだが、伸び率は高まっていない。法人企業統計はサンプルによる振れが大きいいため、当社がGDP推計と同様の方法でサンプル調整と季節調整を施したベースで見ると、前期比0.2%（7～9月期0.7%）と、伸び率は更に縮小する。これは供給側データ等から計算された1次推計の名目設備投資の伸びである前期比0.6%（実質ベース前期比0.9%）を下回り、2次推計における設備投資の下方修正要因になるため、当社では10～12月期の実質設備投資が1次推計の前期比0.9%から2次推計では0.7%へ小幅ながら下方修正されると予想する。GDPベースの設備投資は昨年10～12月期を含め5四半期連続で増加し、持ち直しの動きを継続しているものの、加速感はなく見られない。昨夏以降の円高に伴う国内生産の競争力低下や政策対応の鈍さ等を受けて、企業は生産拠点の海外シフトを進めており、輸出や生産増加によって得られる収益や売上増加の恩恵が海外へ流出し、国内投資に及びにくくなっているためである。

他の需要項目では、公共投資について、1次推計に間に合わなかった12月分データの反映により、前期比 5.8%から 7.5%へ下方修正を見込む¹。また、商業販売統計確報での流通在庫の上方修正と、10～12月期法人企業統計での仕掛品在庫と原材料在庫の動向を踏まえると、在庫投資の寄与度は1次推計の前期比0.2%ポイントから変わらないと考えられる。

10～12月期マイナス成長の主因は、輸出の金融危機直後2009年1～3月期以来の減少（前期比 0.7%）と一過性要因の剥落等による個人消費の減少（ 0.7%）である。その二つについて2次推計での修正は予想されず、従って景気認識の変更もない。一方、2011年1～3月期

実質GDP成長率の予想

% , % Pt	1次推計	2次推計予想	
	前期比	前期比	寄与度
実質GDP	▲0.3	▲0.4	
(前期比年率)	▲1.1	▲1.4	
個人消費	▲0.7	▲0.7	▲0.4
住宅投資	3.0	3.0	0.1
設備投資	0.9	0.7	0.1
在庫投資(寄与度)	(0.2)		(0.2)
政府消費	0.2	0.2	0.0
公共投資	▲5.8	▲7.5	▲0.3
純輸出(寄与度)	(▲0.1)		(▲0.1)
輸出	▲0.7	▲0.7	▲0.1
輸入	▲0.1	▲0.1	0.0
名目GDP	▲0.6	▲0.7	

(出所)内閣府

¹ 設備投資の供給側推計は投資関連データ全体（総固定資本形成）から公共投資などを控除して算出されるため、公共投資の下方修正は設備投資の上方修正要因となる。但し、今回は需要側の下振れがその影響を上回る。

は輸出と生産の持ち直しによって、日本経済が足踏み状態から脱するというのがコンセンサスである。1月の経済指標を見ると、生産は3ヶ月連続で増加、雇用情勢も改善しつつあり、足踏み状態からの脱却が確認できる。但し、1月の輸出は当社試算の実質ベースで前月比 2.5%（日銀試算では 5.8%）と予想外に振るわなかった。12月大幅増加の貯金によりゲタが高いため、1~3月期増加見通しこそ揺るがないものの、伸びは緩やかなものに留まる可能性が高く、純輸出の成長率への寄与にもあまり期待はできない。加えて、個人消費も、自動車販売は1月前月比 10.9% 2月 3.0%（当社試算）と好調だが、家計調査・実質消費支出（除く住居等）や消費財出荷は1月に低迷した。10~12月期に続き、1~3月期も個人消費には多くを見込めないだろう。1~3月期の成長率について、輸出主導により年率 2~3%の高成長を見込む予測機関が多いが、若干目線を下げる必要が出てきているのではないか。