

Economic Monitor

1～3 月期成長率は前期比▲0.9%で変わらず（2 次 QE 予想）

設備投資は若干上方修正も、成長率は前期比▲0.9%、年率▲3.6%とほぼ変わらずの見込み。

6月9日木曜日に、大震災の発生した1～3月期成長率の2次推計が公表される。本日公表された1～3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▲0.9%（年率▲3.7%）から▲0.9%（年率▲3.6%）へほぼ変わらず（極々僅かな上方修正）が見込まれる。法人企業統計などを受けて設備投資は若干の上方修正（前期比▲0.9%→▲0.7%）が見込まれるが、影響は小さい。

今回の2次推計においては、以下の基礎統計及び推計方法における大震災対応が行われており、要約すると以下のとおりである。

設備投資や在庫投資の基礎統計である法人企業統計について、被災3県などについて調査困難の現状を踏まえ調査が延期されている。加えて、被災に伴う回答延期（通常 6 月末日）も認められており、多くの法人が現時点で回答していない模様である。今回公表された4～6月期の法人企業統計はそうした調査延期及び回答延期分（合計で全国3万社中の1千社程度）を全国平均値で補完し推計された「速報値」である¹。全国平均値による補完のため「速報値」では大震災の影響が十分に反映されず、いずれの計数も実勢より高めとなっている可能性が高い。こうした法人企業統計における対応を踏まえ、内閣府では法人企業統計の調査延期分について3月11日以降の設備投資が行われていないと仮定して、GDP統計の2次推計では対応する旨²を明らかとした。

内閣府による調査延期分の設備投資をゼロとする仮定は妥当もしくは厳しめと考えられる。そのため、2次推計での設備投資は過小に推計される可能性がある。

以上を踏まえた上で法人企業統計を見ると、1～3月期の名目設備投資（除くソフトウェア投資）は前期比▲0.2%（10～12月期0.1%）と2四半期連続でほぼ横ばいに留まった。大震災前に日本経済が上向きつつあり、かつキャッシュフローも潤沢であったことを踏まえれば、設備投資は増加基調にあったと推測される。それが、大震災により多少押し下げられ、ほぼ横ばいになったと判断出来る。被災地を別とすれば、既に執行段階に入っていた設備投資の見直しは極めて困難である（計画段階のものは相当に先送りされた可能性がある）。法人企業統計はサンプルによる振れが大きいため、当社がGDP推計と同様の方法でサンプル調整と被災地調整及び季節調整を施したベースで見ると、前期比0.5%（7～9月期0.1%）と、マイナス幅は小幅拡大する。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0.9%（実質ベ

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	▲0.9	▲0.9	
(前期比年率)	▲3.7	▲3.6	
個人消費	▲0.6	▲0.6	▲0.3
住宅投資	0.7	0.7	0.0
設備投資	▲0.9	▲0.7	▲0.1
在庫投資(寄与度)	(▲0.5)		(▲0.5)
政府消費	1.0	1.0	0.2
公共投資	▲1.3	▲1.2	▲0.1
純輸出(寄与度)	(▲0.2)		(▲0.2)
輸出	0.7	0.7	0.1
輸入	2.0	2.0	▲0.3
名目GDP	▲1.3	▲1.3	

(出所)内閣府

¹ 『東日本大震災の影響による「法人企業統計調査」の公表・集計等の取扱いについて』財務省、2011年5月26日

² 『2011（平成23）年1-3月期四半期別GDP速報（2次速報値）における推計方法の変更について』内閣府、2011年6月1日

ースも 0.9%)を若干上回るため、2次推計における設備投資の上方修正要因になる。以上を踏まえ、当社は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%へ僅かに上方修正されると予想する。

他の需要項目では、公共投資について3月分データの反映等を踏まえ、前期比 1.3%から 1.2%へ若干の上方修正を見込む。また、商業販売統計確報での流通在庫の下方修正と、1~3月期法人企業統計に示された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 0.5%ポイントから変わらないと予想される。

2次推計においても、当然ながら大震災を受けた日本経済のマイナス成長の構図は変わらない。つまり、①被災地での消費不能や東日本の電力供給制約・自粛などによる個人消費の大幅減少(寄与度▲0.3%Pt)、②電力供給制約とサプライチェーン途絶による供給不足からの輸出伸び悩みと代替輸入の増加による純輸出の成長率押し下げ(同▲0.2%Pt)、③サプライチェーン途絶などにより生産が停止する下で供給責任を果たすための在庫取り崩し(同▲0.5%Pt)が1~3月期の日本経済を大きく押し下げ、2四半期連続のマイナス成長とした。

4~6月期についてもマイナス成長は避けられないが、マイナス幅は1~3月期の年率 3.6%(当社予想)から年率 1.9%へ縮小すると見込んでいる。供給制約による自動車購入減少やサービス消費の低迷により個人消費は大幅減少が続き、自動車を中心とした輸出急減と代替輸入などの増加により純輸出も成長率を大きく押し下げる。しかし、サプライチェーン復旧を受けて在庫投資の圧縮が止まり(在庫投資がゼロとなるだけで成長率は大きく押し上げられる)、また復旧に伴い公共投資や設備投資が増加へ転じるため、成長率のマイナス幅は減じられる見込みである。マイナス幅が縮小すると言っても、3四半期連続のマイナス成長に陥ることは確実であり、かつ落ち込み幅も甚大なことを踏まえれば、日本経済が短期的とは言え景気後退局面に入ったと判断するのが妥当であろう。なお、7~9月期以降は復興投資の活発化とサプライチェーンの復旧による輸出持ち直しによりプラス成長へ転じると予想している。