

Economic Monitor

所 長 三輪裕範 03-3497-3675 miwa-y@itochu.co.jp
主任研究員 丸山義正 03-3497-6284 maruyama-yo@itochu.co.jp

4～6 月期成長率は 2 次推計で年率 ▲1.9% への下方修正を予想 (2 次 Q E 予想)

法人企業統計での設備投資急減を受けて、4～6 月期の成長率は 1 次推計の前期比 ▲0.3%、年率 ▲1.3% から 2 次推計で ▲0.5%、▲1.9% へ大幅に下方修正される見込み。法人企業統計ではサンプル入れ替えの影響もあり設備投資が急減したが、実勢としては上向きと判断。

2 次 Q E 予想は前期比 ▲0.5%、年率 ▲1.9%

9 月 9 日金曜日に、4～6 月期 GDP 成長率の 2 次推計値 (2 次 Q E) が公表される。本日公表された 4～6 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 ▲1.3%) から ▲0.5% (年率 ▲1.9%) へ下方修正が見込まれる。公共投資 (1 次推計前期比 3.0% → 2 次推計 3.4%) や政府消費 (0.5% → 0.6%) が小幅に上方修正されるものの、法人企業統計を受けて設備投資が大幅に下方修正 (0.2% → ▲1.5%) されるためである。

法人企業統計を受けて設備投資の大幅下方修正を予想

法人企業統計によると、4～6 月期の名目設備投資 (除くソフトウェア投資) は前期比 ▲6.6% (1～3 月期 ▲1.9%) と大幅に減少した。減少は 3 四半期連続である。法人企業統計は年度替わりの 4～6 月期に規模の小さい企業を中心にサンプル入れ替えが行われるため、統計に断層が生じる。そのため、当社で GDP 推計と同様の方法でサンプル調整及び季節調整を施したベースを試算すると前期比 ▲4.3% (1～3 月期 ▲1.8%) になる。法人企業統計による公式値の ▲6.6% からマイナス幅は大幅に縮小するが、それでも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 0.2% (実質ベースも 0.2%) を大幅に下回り、2 次推計における設備投資の下方修正要因になる。以上を踏まえ、当社では 4～6 月期の実質設備投資が 1 次推計の前期比 0.2% から 2 次推計では ▲1.5% へ大幅に下方修正されると予想する。

他の需要項目では、6 月分データの反映等により、公共投資について前期比 3.0% から 3.4% へ、政府消費も 0.5% から 0.6% へ、いずれも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上方修正と、4～6 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、在庫投資も若干上方修正され则认为している (小数点第一位ベースでの寄与度では前期比 0.3% ポイントで変わらず)。

いずれを信じるか

法人企業統計における設備投資の大幅減少は、正直言って解釈に苦しむ。供給側データである投資財総供給は 4～6 月期に前期比 3.5% と大幅に増加、そうした供給側統計を基に算出された GDP 統計 1 次推計の名目設備投資も 0.2% とプラスの伸びであり、需要側統計である法人企業統計の ▲4.3% (公式値 ▲6.6%) とは全く異なる動きを示している。詰まるところ、統計の信頼性から言

実質 GDP 成長率の予想

% , % Pt	1 次推計 前期比	2 次推計予想 前期比 寄与度	
実質 GDP (前期比年率)	▲0.3 ▲1.3	▲0.5 ▲1.9	
個人消費	▲0.1	▲0.1	0.0
住宅投資	▲1.9	▲1.9	▲0.1
設備投資	0.2	▲1.5	▲0.2
在庫投資 (寄与度)	(0.3)		(0.3)
政府消費	0.5	0.6	0.1
公共投資	3.0	3.4	0.1
純輸出 (寄与度)	(▲0.8)		(▲0.8)
輸 出	▲4.9	▲4.9	▲0.8
輸 入	0.1	0.1	0.0
名目 GDP	▲1.4	▲1.6	

(出所) 内閣府

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

えば、需要側統計よりも、品目及び業種データを積み上げて算出される供給側統計がはるかに優れている。そのため、手法が定まっている GDP 推計は別として、基本的な動向判断としては供給側統計を中心に考えた方が良いと判断している。なお、法人企業統計については上述の通り、手元でサンプル調整を施しているが、断層を完全には取り除けていないと考えられる。

7～9 月期は高成長…問題はその後

日本経済は 4～6 月期まで 3 四半期連続のマイナス成長に陥ったが一転、7～9 月期は大幅なプラス成長が見込まれる。プラス成長に寄与するのは、サプライチェーン復旧を受けた自動車を中心とする（鉱工業生産及び）輸出の拡大と、個人消費の持ち直しである。当社では 7～9 月期について年率 8% 程度の高成長を現時点で見込んでいる。但し、生産や輸出の持ち直しは 6 月までの急速な回復によるゲタの影響が大きい。既に 7 月の生産が 0.6% の微増に留まったことが象徴するように震災後のピックアップ局面は終わり、モメンタムは鈍化しつつある。そのため、10～12 月期には生産、輸出共に大幅な減速が避けられないだろう。輸出や生産と異なり、個人消費は 7 月以降に自動車販売やサービス分野で回復基調が強まっている。しかし、地デジ移行特需や節電特需といった一時的な要因は 6～7 月がピークであり、四半期で見れば一部は 7～9 月期に残っても、10～12 月期には完全に剥落する。そのため、やはり個人消費も 7～9 月期急増の後、10～12 月期は失速が避けられない。7～9 月期に高成長をもたらす輸出と消費が失速し、加えて円高や海外経済原則などのマイナス要因の影響も強まるため、10～12 月期の日本経済は低成長を余儀なくされる。