

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

設備投資低迷により 7～9 月期成長率は年率 4.7%に下方修正 (2 次 Q E 予想)

法人企業統計で示された設備投資低迷を踏まえ、7～9 月期の成長率は 1 次推計の年率 6.0%が 2 次推計で 4.7%へ下方修正されると予想。但し、年度確報及び確々報、2005 年基準改定の影響による過去系列の遡及改定により、4～6 月期までの前提が大きく変わる可能性が高い。

設備投資低迷で成長率も下方修正

12 月 9 日金曜日に、7～9 月期 GDP 成長率の 2 次推計値 (2 次 QE) が公表される。本日公表された 7～9 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 1.5% (年率 6.0%) から 1.2% (年率 4.7%) へ下方修正が見込まれる。公共投資 (1 次推計前期比▲2.8%→2 次推計▲0.5%) の上方修正によるプラス寄与を、法人企業統計を受けた設備投資の下方修正 (1 次推計 1.1%→2 次推計▲1.8%) によるマイナス寄与が上回るためである。

法人企業統計によると、7～9 月期の名目設備投資 (除くソフトウェア投資) は前期比▲2.7% (4～6 月期▲6.3%) と 2 四半期連続で減少した。法人企業統計はサンプル変動の影響が大きいため、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▲5.0% (4～6 月期▲4.3%) と、法人企業統計による公式値▲2.7%から寧ろマイナス幅が拡大する。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 0.8% (実質ベースは 1.1%) を大きく下回り、2 次推計における設備投資の下方修正要因になる。以上に加え、後述する公共投資の上方修正による影響¹も考慮し、当社では 7～9 月期の実質設備投資が 1 次推計の前期比 1.1%から 2 次推計では▲1.8%へ大幅に下方修正されると予想する。なお、法人企業統計に示された設備投資の 2 四半期連続の大きな落ち込みは、供給側統計や各種の設備投資計画調査から大きく乖離しており、強い違和感を覚える。

他の需要項目では、9 月分データの反映により、公共投資について前期比▲2.8%ら▲0.5%への上方修正を、在庫投資は流通在庫が上方修正されるものの成長率への寄与度は前期比 0.2%Pt で変わらずと見込む。

確報と基準改定によるリバイスに注意

ここまでの予想は、2011 年 7～9 月期 1 次 QE までのデータと、7～9 月期について新たに公表されたデータに基づくものである。しかし、今回の 7～9 月期 2 次 QE では、①毎年行われる前年度 (2010 年度) 確報及び前々年度確々報 (2009 年度) の反映のみならず、②2005 年基準改定も実施される。そのため、そもそも 4～6 月期までの実績が大幅に改

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	1.5	1.2	
(前期比年率)	6.0	4.7	
個人消費	1.0	1.0	0.6
住宅投資	5.0	5.0	0.1
設備投資	1.1	▲1.8	▲0.2
在庫投資 (寄与度)	(0.2)		(0.2)
政府消費	0.4	0.4	0.1
公共投資	▲2.8	▲0.5	▲0.0
純輸出 (寄与度)	(0.4)		(0.4)
輸 出	6.2	6.2	0.9
輸 入	3.4	3.4	▲0.5
名目 GDP	1.4	1.1	

(出所) 内閣府

¹ 設備投資は総固定資本形成から公共投資を控除して試算されるため、公共投資の上方修正は設備投資の下方修正要因となる。

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。

訂され、7～9 月期 2 次 QE が当社予想から大きく乖離する可能性が高い。そのため、今回の 2 次 QE 予想は、参考値として考えて頂きたい。

①の確報反映は、毎年この時期の恒例行事だが、日本のGDP統計は速報と確報で基礎統計や推計方法が大きく異なるため、確報における改定は大きなものになることが多い。一方、②は「概ね 5 年ごとに、産業連関表、国勢調査などの結果を反映させて、国民経済計算の計数全体を改定すること（内閣府）」であり、同時に推計上の概念変更や推計方法の見直し等も行われるため、改定幅は①以上に大きなものになると予想される。今回の基準改定では、そもそも参照年²が 2000 年から 2005 年に変更されるほか、a)FISIM（間接的に計測される金融仲介サービス）の正式導入、b)自社開発ソフトウェアの投資計上、c)ストック推計の整備及び固定資本減耗の時価評価、d)育成資産の見直し、e)財政統計の精緻化などが行われる予定である。全てがフロー統計に大きく影響するわけではないが、正直に言って、改定結果は予想し難い。

10～12 月期はゼロ成長まで減速

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へ転じた。それは上述の通り、2 次 QE でも大きくは変わらないはずである（遡及改定がやや不安ではあるが…）。7～9 月期の高成長は、大震災からの持ち直しが集中して顕現化したことによるものである。但し、月次ベースで見ると、真にモメンタムが強かったのは 6 月までであり、7～9 月期はゲタにより押し上げられている部分が大いい。成長率の最大の押し上げ要因と見込まれる輸出について、当社試算の実質財輸出を見ると、5 月前月比 5.5%、6 月 7.9%と急増した後は、7 月 1.7%、8 月 0.4%、9 月 2.9%、10 月 ▲3.3%とモメンタムは鈍化どころか明らかに悪化している。輸出の減速は、大震災からのリバウンド一巡に加え、世界経済減速や円高、タイ大洪水などが影響したものだが、モメンタム鈍化は輸出に限った動きではない。復興消費や自動車の一巡や、地デジ移行や節電特需の一服により、個人消費も月次ベースでは既に増勢が大きく鈍化してきている。高成長は 7～9 月期の 1 四半期で終わり、輸出と個人消費の急減速により、10～12 月期の日本経済は再びゼロ%程度まで成長率が低下する可能性が高いと考えられる。

² デフレーターが 100 となる年。