

7～9 月期の修正は小さいが、2011 年度のゲタが大幅下方修正 (7～9 月期 2 次 Q E 及び 2010 年度確報)

7～9 月期 2 次推計値は需要項目の入り繰りはあったが、下方修正は小幅。しかし、確報反映などにより 2010 年度成長率が大幅に上方修正される一方、2011 年度に向けてのゲタが大幅に低下しており、2011 年度成長率予想は大幅な下方修正が避けられない見通し。

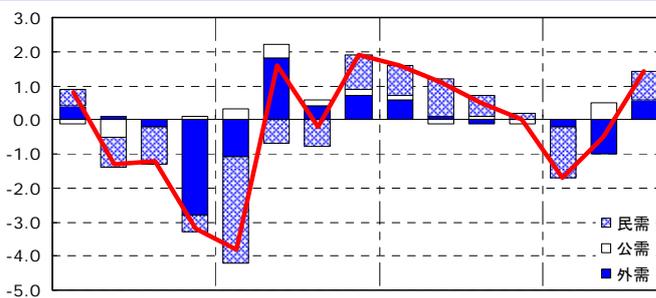
7～9 月期成長率は小幅下方修正

2005 年基準改定が反映された GDP 統計の 2009 年度確々報、2010 年度確報及び 2011 年 7～9 月期 2 次推計値が公表された。1 次推計値迄とは推計方法が異なるのみならず概念変更も行われているため、2011 年 7～9 月期についての 1 次推計値と 2 次推計値の比較は、他の四半期ほどには意味がない。ただ、あえて比較すれば、実質 GDP 成長率は 1 次推計の前期比 1.5%・年率 6.0%が、2 次推計で 1.4%・5.6%へ小幅下方修正されている。設備投資の下方修正（1 次推計値前期比 1.1%→2 次推計値▲0.4%）、公共投資の上方修正（▲2.8%→▲1.0%）、在庫投資寄与度の上方修正（0.2%Pt→0.3%Pt）は、修正の方向として当社も含め大方の想定どおりである¹。一方、個人消費の下方修正（1.0%→0.7%）と輸出の上方修正（6.2%→7.3%）は想定外だったが、両者の修正による寄与はほぼ相殺されたため、GDP 成長率には大きく影響していない。なお、個人消費や輸出²の修正幅は名目ベースでは小さく、デフレーター³の修正が大きく影響した模様である。

大震災による落ち込みが鮮明に

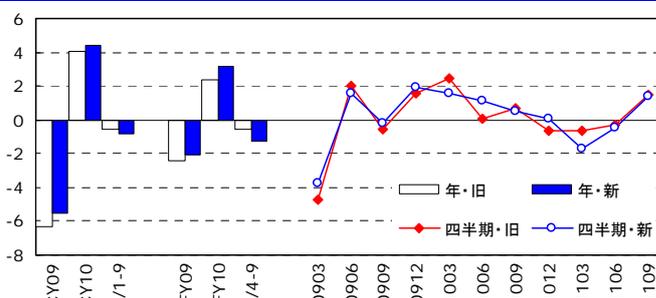
さて、7～9 月期は小幅の修正だが、問題は 4～6 月期以前である。確報反映や基準改定、季節調整 ARIMA モデルの変更等に伴い、グラフに示すように、四半期のパスは大きく修正された。修正を概説すれば、①金融危機後の回復の動きがスムーズになり、2010 年 10～12 月期が僅かなプラス成長に修正されたこと、②大震災に伴う落ち込みが従来の倍以上に拡大したことが特徴である。直近 4 四半期について見れば、1 次推計の「2010 年 10～12 月期前期比▲0.7%→2011 年 1～3 月期▲0.7%→4～6 月期▲0.3%→7～9 月期 1.5%」が 2 次推計では「2010 年 10～12 月期 0.03%→2011 年 1～3 月期▲1.7%→4

実質 GDP 成長率の推移(前期比、%)



(出所)内閣府

2010 年度 GDP 確報による改訂(前期比、前年比、%)



(出所)内閣府

¹ 当社は前期比年率 4.7%と予想したが、設備投資の減少幅（当社予想▲1.8%）が想定より小さかった。

² 輸出の伸びは実質が前期比 6.2%から 7.3%へ、名目は 5.6%から 5.8%へ修正された。1 次推計値の輸出は当社想定を大きく下回り違和感があったが、2 次推計値で概ね想定どおりとなった。

～6月期▲0.5%→7～9月期 1.4%」へ修正されている。

2011年度の発射台が大幅に低下

こうした修正を受けて、暦年及び年度の成長率も大きく変わった。暦年は2009年が▲6.3%から▲5.5%へ、2010年は4.1%から4.4%へ共に上方修正、年度も2009年度が▲2.4%から▲2.1%へ、2010年度は2.4%から3.1%へ揃って上方修正である。その一方で、前述の通り、2011年度の成長率に大きく影響する2010年度最終四半期つまり2011年1～3月期の伸びは大きく下方修正されたため、2011年度に向けての発射台いわゆる「成長のゲタ」が1次推計値の▲0.5%から2次推計値で▲1.1%へ0.6Ptも下方修正されている³。ゲタの修正により、2011年度の成長率予想はゼロもしくは小幅マイナスまで引き下げられる可能性が高い⁴（12月ESP調査のコンセンサスは0.4%、当社予想は0.3%）。

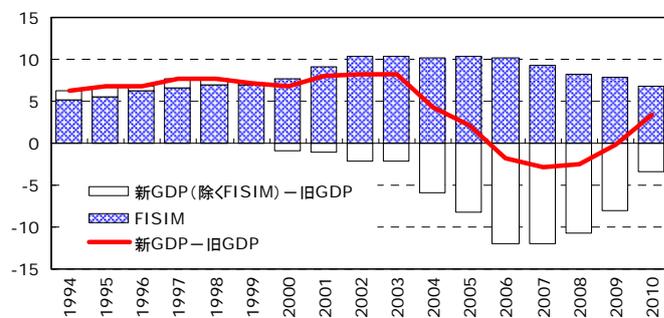
2011年10～12月期はゼロ成長に

足元の経済動向について、振り返れば、日本経済は4～6月期まで2四半期連続のマイナス成長に陥ったが（今回の修正で3四半期連続から2四半期連続に短期化）、7～9月期は大幅なプラス成長へ転じた。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多い。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。

FISIM導入の影響

冒頭で触れたとおり、今回の2次推計では、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た。①の確報反映は、毎年この時期の恒例行事だが、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）」という更に大きなイベントである。2005年基準改定では参照年⁵が2000年から2005年に変更されたほか（そのため実質値の水準が大きく変わった）、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様々な変更が行

名目GDPの改定幅(兆円、年度)



(出所)内閣府

³ ゲタは年度計数については原系列で、四半期計数については季調系列にて試算。年度に季調系列を用いた場合のゲタは1次推計値が▲0.7%、2次推計値は1.1%。

⁴ 毎年のことではあるが確報による改定は、不可抗力的とはいえ、成長率予想の大幅な修正に繋がるため、エコノミスト泣かせである。

⁵ デフレーターが100となる年。

われている。

中でも FISIM については金融仲介サービスの付加価値を新たに計上されるため、名目 GDP の水準を大きく押し上げる特に大きな修正と言える。FISIM だけで、ピークの 2005 年度に名目 GDP を 10.4 兆円、直近 2010 年度でも 6.8 兆円押し上げている。但し、FISIM 以外の変更（上述の b～e など）は寧ろ名目 GDP の押し下げに寄与したため、トータルでの修正はそれほど大きなものにはなっていない。