

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

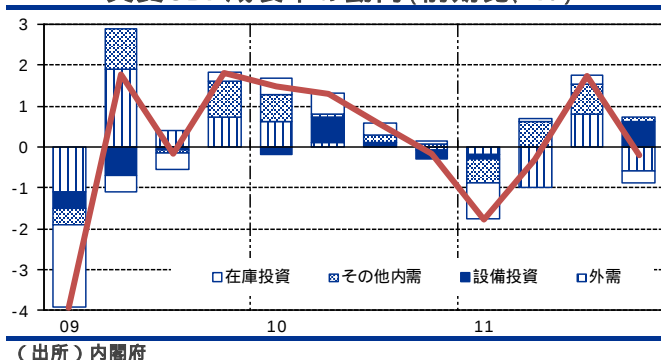
設備投資の上方修正で 2011 年 10～12 月期は年率▲0.7%成長に

設備投資の大幅な上方修正により、10～12 月期の成長率は年率▲2.3%から▲0.7%へ上方修正。但し、上方修正に繋がった統計の信頼性は低く、1～3 月期の反動には留意が必要。成長率予想は 2011 年度を▲0.3%へ上方修正も、来年度以降は 2012 年度 1.8%、2013 年度 1.6%に据え置き。

10～12 月期の成長率は年率▲0.7%へ上方修正

2011 年 10～12 月期の実質 GDP 成長率は、一次推計の前期比▲0.6%、年率▲2.3%から、二次推計にて▲0.2%、年率▲0.7%へ大幅に上方修正された。プラスを見込んだ当社予想ほどには上方修正されなかったが、市場予想の年率▲0.6%に概ね一致し、サプライズはない。なお、季節調整手法の特徴もあり、10～12 月期の大幅な上方修正に伴い、過去も 4～6 月期が前期比年率▲1.5%から▲1.2%へ、7～9 月期も 7.0%から 7.1%へ上方修正されている。

実質GDP成長率の動向(前期比、%)



法人企業統計を受けて設備投資が大幅に上方修正

2011 年 10～12 月期二次推計における最大の上方修正要因は、言うまでもなく、法人企業統計を受けた設備投資の大幅な上方改訂である。一次推計の前期比 1.9%が二次推計で 4.8%へ上方修正され、成長率に対する寄与度も 0.2%Pt から 0.6%Pt に 0.4%Pt も高まった。設備投資だけで今回の上方修正をすべて説明可能である。なお、7～9 月期も前期比▲0.03%から 0.3%に上方修正されたため、設備投資は 7～9 月期に 4 四半期ぶりの増加へ転じ、

10～12 月期に 2 四半期連続で増加かつ増勢を強めたことになる。なお、他の内需項目も、個人消費（前期比 0.3%→0.4%）住宅投資（▲0.8%→▲0.7%）政府消費（0.3%→0.4%）公共投資（▲2.5%→▲2.2%）と小幅ながら上方修正された。設備投資以外についても、成長の絵姿は僅かながらも改善している。

二次推計で大幅に上方修正された設備投資については、

実質GDP成長率の推移

前期比,%,%Pt	2011年		10～12月		10～12月1次QE	
	4～6月	7～9月	前期比	寄与度	前期比	寄与度
実質GDP	▲0.3	1.7	▲0.2		▲0.6	
(前期比年率%)	▲1.2	7.1	▲0.7		▲2.3	
(前年比%)	▲1.7	▲0.4	▲0.6		▲1.0	
国内需要	0.7	1.0	0.5	0.5	0.1	0.1
民間需要	0.3	1.3	0.7	0.5	0.2	0.1
個人消費	0.3	1.0	0.4	0.2	0.3	0.2
住宅投資	▲2.4	4.5	▲0.7	0.0	▲0.8	0.0
設備投資	▲0.1	0.3	4.8	0.6	1.9	0.2
在庫投資(寄与度)	(0.1)	(0.2)		▲0.3		▲0.3
公的需要	1.8	▲0.0	▲0.1	0.0	▲0.2	▲0.1
政府消費	0.8	0.3	0.4	0.1	0.3	0.1
公共投資	6.6	▲1.6	▲2.2	▲0.1	▲2.5	▲0.1
純輸出(寄与度)	(▲1.0)	(0.8)		▲0.6		▲0.6
輸出	▲6.2	8.6	▲3.1	▲0.5	▲3.1	▲0.5
輸入	0.3	3.4	1.0	▲0.2	1.0	▲0.2
名目GDP	▲1.2	1.4	▲0.5		▲0.8	
(前年比%)	▲4.0	▲2.6	▲2.3		▲2.6	
デフレーター(前年比%)	▲2.3	▲2.1	▲1.8		▲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。

巻末で述べる基礎統計の歪みもあり、10～12 月期に絞っての適切な評価はし難い。やや均して4～12月で見れば、設備投資は大震災後の復興投資もあり緩やかに増加していると言えるだろう。なお、他の需要項目について評価の大きな修正はない。

2012 年 1～3 月期はプラス成長へ転換

当面の先行き見通しについても大きな変更はない。マイナス成長は2011 年 10～12 月期の1 四半期で終了し、2012 年 1～3 月期にはプラス成長を回復すると予想する。

個人消費が増勢を維持することに加え、タイ大洪水の悪影響が終息し輸出減少や在庫圧縮のペースが多少なりとも和らぐことが想定されるためである。加えて、第3 次補正予算の執行により公需も増加すると考えられる。

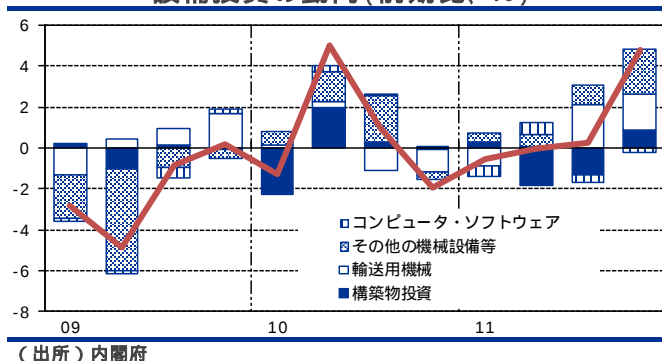
1～3 月期も一次推計と二次推計で設備投資の計数は大きく変わる

ただ、2011 年 10～12 月期に急増した設備投資が、2012 年 1～3 月期も成長率予想及び実績を混乱させる可能性がある。先行指標である機械受注の民需は10～12 月期に前期比▲2.6%と減少し、供給側の一致指標である資本財総供給（除く輸送機械）は1 月に前月比▲2.7%と減少、10～12 月期平均を2.5%も下回っている。こうした指標動向を踏まえれば、2011 年後半の世界経済の不透明感の高まりを受けた企業の投資抑制により、2012 年 1～3 月期の設備投資は一次推計段階で前期比横ばい程度まで減速する可能性が高いと考えられる。問題を複雑にするのは、法人企業統計が加味される二次推計段階での下方修正リスクである。当社試算では、10～12 月期に法人企業統計ベースの名目設備投資は前期比15.7%も急増しており¹、（設備投資の実態とは別に）反動減が避けられないだろう。従って、二次推計において設備投資は前期比マイナスとなり、GDP成長率を押し下げる可能性がある。

2012 年度の成長率予想は据え置き

以上を整理すると、当社では2012 年 1～3 月期の実質 GDP 成長率を、一次推計段階において前期比0.5%、年率2.1%（従来の2.0%から耐久財消費の好調などを踏まえ若干上方修正）と見込むものの、法人企業統計が加

設備投資の動向（前期比、%）



日本経済の推移と予測（年度）

	2010	2011	2012	2013
前年比, %, %Pt	実績	予想	予想	予想
実質 GDP	3.1	▲0.3	1.8	1.6
国内需要	2.4	0.7	2.0	1.3
民間需要	3.0	0.2	2.0	1.6
個人消費	1.5	0.6	1.4	0.8
住宅投資	2.3	3.9	3.4	3.0
設備投資	3.5	0.9	3.0	2.8
在庫投資（寄与度）	(0.8)	(▲0.4)	(0.2)	(0.2)
政府消費	2.3	1.9	1.5	1.4
公共投資	▲6.8	1.8	4.4	▲4.9
純輸出（寄与度）	(0.8)	(▲1.0)	(▲0.1)	(0.3)
輸出	17.2	▲1.8	2.9	6.0
輸入	12.0	5.0	4.3	4.6
名目 GDP	1.1	▲2.1	1.8	1.1
実質 GDP(暦年ベース)	4.4	▲0.7	1.7	1.8
鉱工業生産	9.0	▲2.2	3.7	3.7
失業率(%、平均)	5.0	4.5	4.2	4.0
経常収支(兆円)	16.1	8.3	11.6	12.3
経常収支(GDP比, %)	3.4	1.8	2.4	2.6
消費者物価(除く生鮮)	▲0.8	▲0.1	▲0.2	0.3

（資料）内閣府、経済産業省、総務省等より当社作成。10年度の失業率は推定値。

¹ GDP 推計と同様の方法でサンプル調整を施したベース。但し、サンプルバイアスは除けていない。

味される二次推計では前期比 0.3%、年率 1.0%へ下方修正されると予想する。年度ベースの成長率見通しは、10～12 月期成長率実績の上方修正と 1～3 月期成長率の二次推計での下方修正リスクを加味した上で、2011 年度を従来予想の▲0.5%から▲0.3%へ上方修正するものの、2012 年度は 1.8%、2013 年度も 1.6%で据え置く。なお、定性的には 2 月の日本経済情報で示した以下のとおりであり、変更はない。

輸出の本格回復は 2012 年後半まで遅れると見込まれるが、2011 年度第 3 次補正予算や 2012 年度予算に盛り込まれた復興投資の執行が進み、日本経済を下支えする。2012 年度後半以降は復興投資の増勢がピークアウトするが、輸出の回復により、日本経済は回復傾向を維持する。その間、民需については緩やかな増勢を見込むものの、日本経済全体のけん引役としてはいささか力不足の状況が続くと考えられる。製造業による海外への生産移転が進むも、設備投資や雇用所得環境の改善は限定的なものに留まり、それ故に個人消費の拡大ペースも基本的には緩慢である。個人消費は、大震災で 2011 年度に落ち込んだ反動に加え、エコカー補助金の復活など政策による押し上げもあり、2012 年度こそ 1%超の伸びを確保するものの、2013 年度には再び 0%台へ減速すると見込まれる。なお、2014 年度以降の成長率予想は現時点で示さないが、復興投資の縮小により政府支出の減少が鮮明化する点に留意が必要であろう。なお、消費税率引き上げについては、現時点で予想に明確に織り込んではいない。

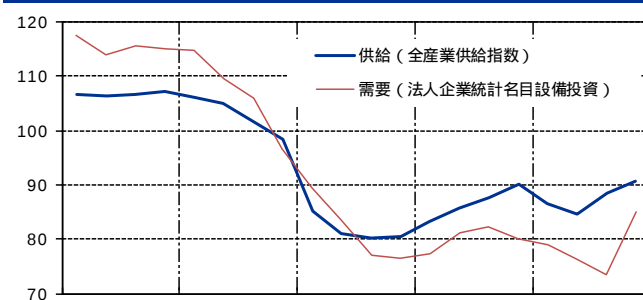
参考：設備投資に関する基礎統計の歪み

2011 年 10～12 月期の設備投資は GDP ベースで前期比 4.8%と急増した。主因は本文でも述べたとおり、需要側統計である法人企業統計の名目設備投資急増である。当社が GDP 推計と同様の方法で試算したところ、法人企業統計の名目設備投資は、2011 年 1～3 月期前期比▲1.5%が 4～6 月期に▲3.4%へマイナス幅を拡大した後、7～9 月期も▲3.5%と減少を続けたが、前述のとおり 10～12 月期に 15.7%と 5 四半期ぶりの急増へ転じた。

しかし、こうした法人企業統計の設備投資推移は供給側統計と動きが大きく異なる。供給側の代表的な統計である全産業総供給指数の設備投資は 2011 年 1～3 月期に大震災もあって前期比▲4.2%と大きく落ち込んだものの、復興投資が一部で開始されたことから 4～6 月期に▲2.2%へ減少幅を縮小、7～9 月期には復興投資の本格化で 4.6%と増加へ転じている。10～12 月期も増勢は維持したものの、世界経済の先行き不透明感などを受けた投資抑制により伸びは 2.4%へ鈍化した。こうした供給側統計の動きを踏まえると、10～12 月期の設備投資急増を復興投資の本格化として解釈するのには相当に無理があることが分かる。

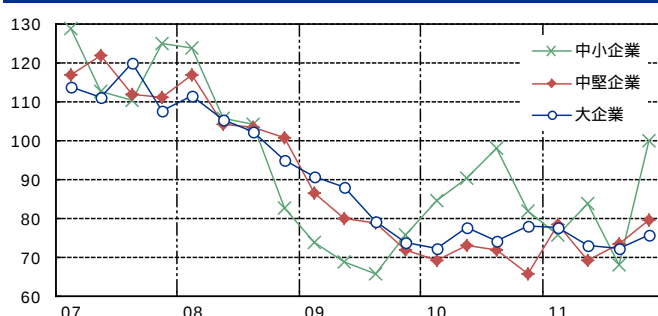
実際、法人企業統計ベースの設備投資を規模別に見ると、サンプルの少なさからデータの信頼性に劣る中小

設備投資の需要側と供給側の推移 (2005年=100)



(出所)財務省、経済産業省

規模別名目設備投資 (2005年=100、季調値)



(出所)財務省

企業の動きが攪乱要因になっていることが鮮明である。規模別に見ると、7～9 月期には大企業の設備投資は下げ止まり、中堅企業は増加へ転じていたが、中小企業が大きく落ち込み、設備投資全体を大きく押し下げていた。その中小企業が 10～12 月期には一転して急増したために設備投資全体も大幅な増加となっている。過去を見ても、中小企業の設備投資は大企業や中堅企業、そして供給側統計とも大きく乖離しており、10～12 月期の急増を真実とは考えにくい。そのため、統計的に信頼性の劣る中小企業の設備投資増加に大きく依存した 10～12 月期の GDP 統計における設備投資急増を事実として捉えることは相当に危険であると判断される。