

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

1～3 月期成長率は二次 QE で小幅下方修正も、極めて高い伸びを維持する見込み（2014 年 1～3 月期二次 QE 予想）

設備投資や在庫投資、公共投資がいずれも小幅に引き下げられ、1～3 月期の日本経済の成長率は一次 QE の前月比年率 5.9% が、二次 QE で 5.5% へ小幅下方修正される見込み。

6 月 9 日（月曜日）に、日本の 2014 年 1～3 月期実質 GDP 成長率の二次推計値（二次 QE）が公表される。本日公表された法人企業統計などにに基づき推計すると、1～3 月期の実質 GDP 成長率は、一次推計値（一次 QE）の前期比 1.5%・年率 5.9% が、二次推計値（二次 QE）で前期比 1.3%・年率 5.5% へ小幅下方修正される見込みである。

いずれも大きな修正ではないが、設備投資と在庫投資、公共投資が下方修正され、GDP 成長率の上昇幅を圧縮する。まず、1～3 月期の法人企業統計の反映により設備投資が前期比 4.9% から 4.7% へ増加幅を縮小、同じく 1～3 月期の法人企業統計の反映により在庫投資の寄与度も前期比 ▲0.2%Pt から ▲0.3%Pt へ僅かに下方修正される見込みである。また、3 月データの反映により公共投資も前期比 ▲2.4% から ▲2.7% へ下方修正されると想定する。

景気判断及び見通し修正には繋がらず

当社予想通りであれば、1～3 月期の実質 GDP 成長率は小幅の下方修正にとどまり、景気判断や見通しの修正を迫るものではない。消費税率引き上げ前の駆け込み需要により 1～3 月期の日本経済は稀に見る高成長を記録した。財消費の動きを見る限り、駆け込み需要の規模は前回消費税率引き上げ 1997 年を上回っており、その反動減が生じる 2014 年 4～6 月期には相応の落ち込みが避けられない。また、設備投資の増勢は確かだが、1～3 月期の 4% を超える高い伸びはウィンドウズ XP のサポート終了などに伴うパソコンやソフトウェアの更新投資が集中した影響が大きく、4～6 月期には多少の反動減が生じる可能性が高いと言える。

実際、5 月末に公表された鉱工業生産や個人消費関連のデータは大きく落ち込み¹、個人消費や設備投資の反動減に伴う 4～6 月期の大幅なマイナス成長を示唆している。当社では、現時点で 4～6 月期の実質 GDP 成長率を前期比年率 ▲5.8% と予想している。ただし、日本経済の落ち込みは一時的にとどまり、景気後退へは向かわず、7～9 月期以降は年率 2% 程度の成長軌道へ復帰すると想定している²。

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	1.5	1.3	
(前期比年率)	5.9	5.5	
個人消費	2.1	2.1	1.3
住宅投資	3.1	3.1	0.1
設備投資	4.9	4.7	0.6
在庫投資(寄与度)	(▲0.2)	(▲0.3)	
政府消費	0.1	0.1	0.0
公共投資	▲2.4	▲2.7	▲0.1
純輸出(寄与度)	(▲0.3)	(▲0.3)	
輸出	6.0	6.0	1.0
輸入	6.3	6.3	▲1.3
名目 GDP	1.2	1.1	

（出所）内閣府

¹ 詳細は 5 月 30 日付 Economic Monitor 「日本の 4 月の生産及び消費データは市場予想を上回る落ち込み」を参照。

² 詳細は 5 月 16 日付 Economic Monitor 「日本経済見通しの改訂：成長率予想を 2014 年度 0.5%、2015 年度 1.3% に据え置き」を参照。

需要項目別の予想

法人企業統計によると、2014年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3.1%（10～12月期1.2%）と4四半期連続で増加した（従来は一進一退だったが季節調整の掛け直しでパスが上方修正されている）。内訳を見ると、これまで低調だった製造業が5.5%（10～12月期1.0%）と大幅に増加して全体を押し上げ、また非製造業も1.8%（10～12月期1.2%）と底堅く推移し、設備投資の基調改善を示唆している。但し、規模別の内訳を見ると、統計の信頼性に劣る中堅企業や中小企業が大幅に増加する一方、大企業は小幅の増加にとどまっている。設備投資の増加ペースについては、引き続き今後の推移を慎重に見極める必要があると言える。

法人企業統計はサンプル変動の影響が大きいいため、内閣府が公表しているGDP推計と同様の方法で、サンプル調整及び季節調整を施すと、1～3月期の設備投資は名目で前期比4.6%（10～12月期0.6%）と名目公式値の3.1%を上回る増加幅になる。また、実質化すると4.6%（10～12月期0.2%）であり、これは一次QEの実質設備投資伸び率である4.9%を若干だが下回る。1～3月期の法人企業統計に、他の基礎統計や設備投資推計に影響する他の需要項目の変動も加味した上で、当社は1～3月期期のGDP統計ベース・実質設備投資が一次QEの前期比4.9%から4.7%へ若干下方修正されると予想する。

在庫投資は1次QEの前期比寄与度▲0.2%Ptが2次QEで▲0.3%Ptへ小幅下方修正されると予想する。製品在庫と流通在庫の基礎統計はともに1次QE段階から若干下方修正され、また法人企業統計に基づき試算される原材料在庫や仕掛品在庫も弱含んでいる。

公共投資は、3月分の建設総合統計の反映により前期比▲2.4%から▲2.7%への下方修正を見込む。

規模別名目設備投資（2005年=100、季調値）

