

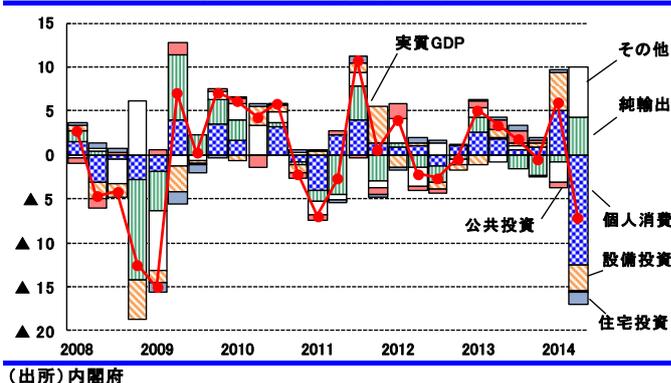
日本経済：4～6 月期成長率は小幅下方修正にとどまるも先行きの懸念材料は増加

4～6 月期の実質 GDP 成長率は前期比▲1.8%（年率▲7.1%）へ若干下方修正された。最新統計を反映した設備投資や政府消費の下方修正が主因であるが、民間在庫投資の上方修正により、成長率の改定幅は小幅にとどまった。しかしながら、今回の改訂により設備投資の回復シナリオが揺らいだほか、政府消費の伸び悩みや在庫投資の反動落ちが懸念されるなど、景気の先行きに対する見方は厳しくなったとみるべきであろう。

4～6 月期の実質 GDP 成長率は若干の下方修正

本日、発表された 2014 年 4～6 月期 GDP の 2 次速報値は前期比▲1.8%（年率▲7.1%）となり、1 次速報値の前期比▲1.7%（年率▲6.8%）から下方修正となった。民間企業設備投資が 1 次速報値の前期比▲2.5%から 2 次速報で▲5.1%へ、政府消費が前期比+0.4%から+0.1%へ、それぞれ下方修正されたことが主因である。なお、設備投資の下方修正は法人企業統計季報の発表を受けたもの、政府消費については基礎統計の直近実績が追加されたことによるものである。一方で、民間在庫投資は実質 GDP への寄与度が 1 次速報の前期比+1.0%Pt から+1.4%Pt へ上方修正された。1 次速報時点では過去の傾向などに基いた推計値を実績とする原材料在庫と仕掛品在庫が、法人企業統計季報の実績値に置き換えられた結果である。

実質GDPの推移(季節調整値、前期比年率、%)



成長率見通しの下方修正を迫る内容

今回の修正を踏まえて、今後の日本経済を展望するうえでの注目点を挙げると、以下の 3 点となる。まず、設備投資の回復シナリオについて修正を迫られる可能性が若干高まったことである。当社では、今後の設備投資について、企業経営者のマインド改善や設備過剰感の解消のほか、循環論的な観点からも拡大基調が続くとの見方をしている¹。具体的には、先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）が 4～6 月期に落ち込んだ（前期比▲8.5%）ことから、設備投資も 7～9 月期までは前期比で減少が続く可能性があるが、10～12 月期には再びプラスに転じると予想していた。しかしながら、4～6 月期の大幅な落ち込みは、企業の設備投資に対するマインドが悪化している可能性を示唆するものであり、今後を見通すうえでは、9 月調査の日銀短観（10 月 1 日発表予定）などによって企業の投資マインドを再点検する必要がある。

また、政府消費が上記の通り 4～6 月期に前期比で概ね横ばいとなった結果、前年同期比ではリーマン・ショック直後以来となる+0.2%まで鈍化した点である。消費増税に伴う実質所得の減少によって医療費

¹ 詳しくは、2014 年 8 月 18 日付「日本経済情報 2014 年 8 月号」参照。

支出が抑制されているとみられ、高齢化を背景に実質で1%を超える伸びが続くと想定していた政府消費が、予想外に伸び悩む可能性に留意が必要である。このことは、財政健全化という観点からは歓迎すべきことではあるが、実質 GDP 成長率を押し下げる要因となることは言うまでもない。

最後に、在庫の積み上がりである。1次速報時点においても、4~6月期の需要の急速な冷え込みによる大幅な民間在庫投資のプラス寄与が、7~9月期以降の成長率を押し下げる要因となることが指摘できたが、2次速報において在庫投資が上方修正されたことにより、その度合いが強まった。言い換えると、在庫投資の上方修正によって2次速報における実質 GDP 成長率の下方修正幅が予想外に小さかった分、今後については成長率見通しを下方修正する必要があると言える。

2014年度はゼロ成長となる可能性高まる

当社は、設備投資のもたつきのほか、消費増税後の個人消費の回復力の弱さや、輸出の回復の遅れ、今年度後半に見込まれる公共投資の息切れを踏まえ、既に8月時点で2014年度の実質 GDP 成長率の見通しを前年比+0.5%から+0.3%へ引き下げている。そのため、今回の2次速報を受けて、さらなる下方修正の必要性をさほど感じないが、少なくとも政府が見込む+1.2%や日銀（政策委員の中央値）の+1.0%が実現する可能性は一段と低下したと考えられる。政府・日銀にとっては、2015年10月の消費税率引き上げ（8%→10%）はもちろんのこと、日本経済を再びデフレ脱却に向けた回復軌道に乗せるためにも、金融緩和を含めた追加の景気刺激策²の検討が避けられない状況となった。

² 当社は現時点で2兆円程度の需要押し上げ効果が見込まれる景気刺激策が実施されることを想定している。