

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

日本経済の1～3月期成長率は年率6.7%に上方修正

日本経済の1～3月期成長率は1次QEの前期比年率5.9%が2次QEで6.7%へ上方修正。設備投資の上方修正が目立つが、これは在庫投資の下方修正と表裏一体。従って、GDPの上振れは、個人消費の小幅上方修正による部分が過半。そのため、消費税率引き上げ前の駆け込み需要の反動減により、4～6月期の日本経済が大きく落ち込むとの見方も不変。日本経済は4～6月期に年率▲6%程度の落ち込みを余儀なくされた後、7～9月期以降は2%程度の成長軌道へ復帰するも、2014年度の成長率は0.5%にとどまる見込み。2015年度は1.3%成長を予想(見通し据え置き)。

1～3月期成長率は年率5.9%から6.7%へ上方修正

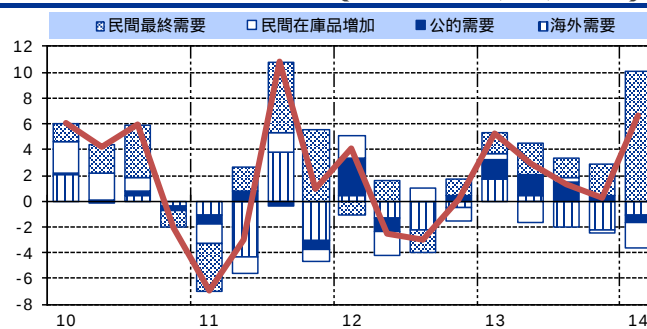
日本経済の2014年1～3月期成長率は1次QEの前期比1.5%、年率5.9%が、2次QEで前期比1.6%(年率6.7%)へ上方修正された。市場コンセンサスと当社予想ともに小幅の下方修正を見込んでおり、上方修正は予想外だった。

民間最終需要が大幅に上方修正、在庫投資が下方修正

内訳を見ると、設備投資が前期比4.9%から7.6%へと大幅に上方修正され、寄与度が0.7%Ptから1.1%Ptへ0.4%Ptも高まった影響が最も大きい。また、個人消費も前期比2.1%から2.2%へ上方修正され、寄与度が1.3%Ptから1.4%Ptへ拡大した。設備投資と個人消費の上方修正により、民間最終需要は前期比2.6%から3.2%へ伸びが拡大し、GDP成長率に対する寄与度は2.0%Ptから2.5%Ptへ高まっている。但し、こうした最終需要の上方修正は、在庫投資寄与度の下方修正(1次QE▲0.2%Pt→2次QE▲0.5%Pt)により、大幅に減じられ、民間需要全体の伸びは2.3%から2.6%への、寄与度では1.8%Ptから2.0%Ptへの上方修正にとどまった。民需以外では公的固定資本形成が▲2.4%から▲2.7%へ若干下方修正されている。

こうした大幅な需要項目の修正のうち、設備投資の上方修正と在庫投資の下方修正は、後述するように表裏の関係にあり、両者はネットアウトして考えるべきである。従って、1～3月期2次QEは、個人消費の上振れ分だけ、GDP全体が上方修正された程度と認識すべきであろう。つまり、消費税率引き上げ前の個人消費の駆け込み需要が、データが出揃う2次QEでは1次QE段階より多少強めだったに過ぎない。

GDP成長率の四半期推移(前期比年率、%、%Pt)



(出所) 内閣府

実質GDP成長率の推移

	2013年		2014年1～3月		1～3月1次QE	
	前期比,%,%Pt	7～9月 10～12月	前期比 寄与度		前期比 寄与度	
実質GDP	0.3	0.1	1.6		1.5	
(前期比年率%)	1.3	0.3	6.7		5.9	
(前年比%)	2.3	2.5	3.0		3.0	
国内需要	0.8	0.6	1.8	1.9	1.7	1.7
民間需要	0.6	0.7	2.6	2.0	2.3	1.8
個人消費	0.2	0.4	2.2	1.4	2.1	1.3
住宅投資	3.3	4.3	3.1	0.1	3.1	0.1
設備投資	0.9	1.6	7.6	1.1	4.9	0.7
在庫投資(寄与度)	(0.1)	(▲0.1)		▲0.5		▲0.2
公的需要	1.5	0.5	▲0.5	▲0.1	▲0.4	▲0.1
政府消費	0.2	0.2	0.1	0.0	0.1	0.0
公共投資	6.8	1.1	▲2.7	▲0.1	▲2.4	▲0.1
純輸出(寄与度)	(▲0.5)	(▲0.6)		▲0.3		▲0.3
輸出	▲0.7	0.5	6.0	1.0	6.0	1.0
輸入	2.4	3.7	6.3	▲1.2	6.3	▲1.3
名目GDP	0.2	0.2	1.4		1.2	
(前年比%)	1.9	2.0	3.0		3.0	
デフレーター(前年比%)	▲0.4	▲0.4	▲0.1		0.0	

(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。見通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。

設備投資はなぜ大幅に上方修正されたのか

1～3 月期の成長率上方修正に関して、議論の焦点となるのは、2011 年 10～12 月期の前期比 8.3% 以来となる設備投資の極めて高い伸びである。ただ、これは実体面と統計の技術的な面という二つの観点から、少なくとも現時点では割り引いて考える必要がある。まず、実体面は、1 次 QE 段階から指摘されているウィンドウズ XP のサポート終了による駆け込み需要である。固定資本形成の内訳を見ると、パソコンが含まれる「その他の機械設備等」が前期比 7.4% (10～12 月期 3.6%) と統計開始以来¹⁾の高い伸びを記録した。

在庫投資の下方修正が設備投資を押し上げ

統計の技術的な側面は、在庫投資の下方修正との関係である。GDP 統計の設備投資は、需要側データと供給側データをと組み合わせて算出されるが、その供給側データに在庫投資が影響するのである。供給側データは国内総供給から在庫投資を控除した上で、家計消費支出と総固定資本形成に配分され、さらにその総固

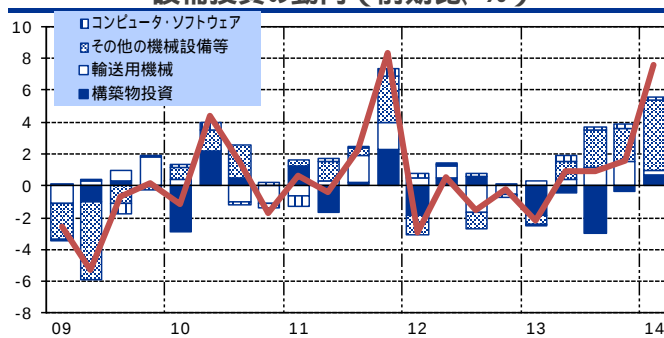
定資本形成から住宅投資と公共投資が控除されて、設備投資相当となる。供給側データと組み合わせられる需要側データは、言うまでもなく法人企業統計である。つまり、供給側データにおいて、在庫投資の下方修正は設備投資の上方修正に繋がる。既に述べたように、2 次 QE では在庫投資が寄与度で ▲0.2%Pt から ▲0.5%Pt へ、年率換算の実額で 1.5 兆円程度も下方修正された。一方、設備投資は 2.1 兆円の上方修正であり、両者は完全に一致はしないが、ある程度は見合っている。つまり、設備投資の上方修正は、在庫投資の下方修正により引き起こされた部分が大いだと推測できる。

4～6 月期は在庫投資と設備投資に反動が生じる

在庫投資に関して、実は、内閣府は 4～6 月期の 1 次 QE 段階の原材料在庫及び仕掛品在庫を統計的手法により既に仮置き済である。現段階の原材料在庫及び仕掛品在庫(実質・年率)の 4～6 月期前期差は 5,654 億円のプラスと試算されており、これは 4～6 月期の成長率を 0.1%Pt 程度押し上げる効果を有する。4～6 月期在庫投資のプラス寄与は、1～3 月期に大幅に削減した在庫水準の復元を意味し、経済動向を勘案しても整合的な動きであり、他の在庫投資(製品在庫、流通在庫)でも同様の動きが生じる可能性が高い。ただ、上述の設備投資の算出手法を勘案すると、在庫投資による成長押し上げと同程度の下押しが設備投資に対して働く可能性がある。実体面で指摘したウィンドウズ XP のサポート終了に伴う駆け込み需要の反動減も勘案すると、4～6 月期の設備投資は相当の反動減が避けられないと判断できる。

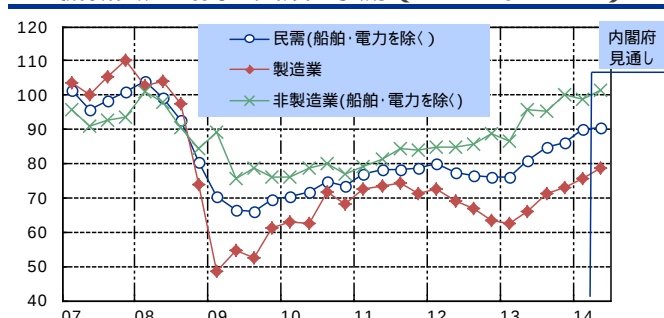
もちろん、2 次 QE での設備投資推計が正しく、設備投資が足元で増勢を大幅に強めている可能性は存在する。しかし、日本の GDP 統計の中でも最も推計手法に疑念が呈されている在庫投資の下方修正が、1～3 月期設備投資の極めて高い伸びの主因である可能性が高い点を勘案すれば、設備投資の実勢を判断す

設備投資の動向(前期比、%)



(出所) 内閣府

機械受注民需の実績と予測(2005年=100)



(出所) 内閣府

¹⁾ 固定資本形成の内訳公表は 1994 年データより。

るのは、4～6月期の反動減を見極めてからでも遅くはないだろう。ちなみに、設備投資の先行指標である機械受注は1～3月期に前期比4.2%と高い伸びを示したが、内閣府見通しでは4～6月期は横ばい程度にとどまっている。

景気判断は大きく変わらず

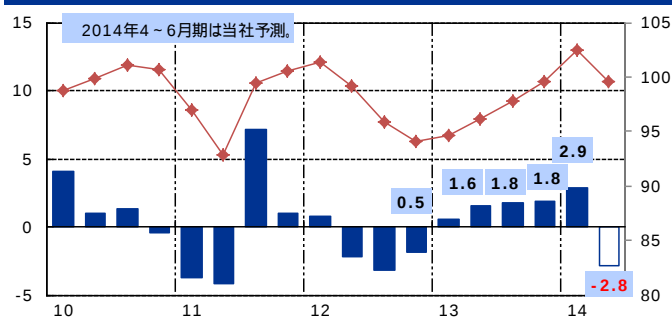
以上を踏まえると、設備投資の上方修正と在庫投資の下方修正は両者を一体として捉えるべきであり、少なくとも現段階での景気判断には大きく影響しない²。残りの2次QEでの修正は、個人消費の上振れだが、これは駆け込み需要が1次QE段階より幾分大きい程度であり、景気判断に影響するものではない。従って、現時点で1次QE段階の景気判断及び成長率見通しを変更する必要はないと判断できる。既に明らかとなった4月及び5月の経済データも、消費税率引き上げ後の反動減により4～6月期の景気の落ち込みが厳しいと考える従来からの当社見通しを裏付ける内容となっている。

4～6月期は大幅なマイナス成長に

4月以降の経済データを見ると、まず4月の鉱工業生産は前月比▲2.5%と大幅に減少した。当社では鉱工業生産について1～3月期前期比2.9%の後、4～6月期に▲2.8%と1～3月期の増加率にほぼ並ぶ減少幅を予想している。また、駆け込み需要が顕著だった個人消費関連データは4月に入り大きく落ち込んだ。供給側データでは、当社が鉱工業出荷に輸出入動向を加味して試算している消費財総供給が4月に前月比▲6.0%（3月3.6%）と大幅に減少、1～3月期平均を5.5%下回る水準にある（1～3月期前期比3.6%）。需要側の家計調査統計では、全世帯・実質消費支出はGDPの消費支出概念に含まれない住居関連支出等を除いたベースで見て4月前月比▲13.8%（3月9.9%）と大幅に減少、4月は1～3月期平均を9.0%も下回った（1～3月期前期比4.7%）。販売側の実質小売業販売も4月に▲17.9%（3月9.9%）と大幅に落ち込み、4月は1～3月期平均を12.7%下回っている（1～3月期前期比4.4%）。いずれも5月以降は一定のリバウンドが見込まれるが、内閣府が週毎に公表している販売データを見ると、家電量販店販売（4月前年比▲12.4%、5月▲12.3%³）や食料スーパー売上高（4月▲9.5%→5月▲4.3%）、百貨店（4月▲12%→5月前半▲6%）などいずれも未だ前年割れの状況にあり、5月以降の回復の動きは必ずしも順調とは言い難い。

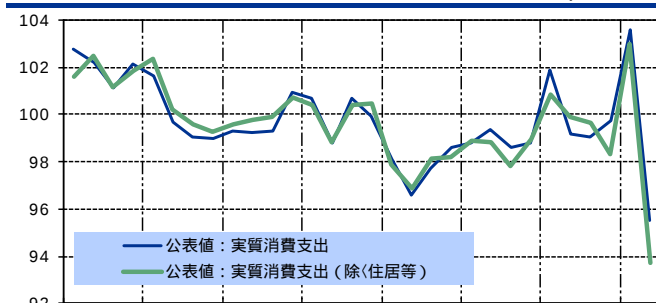
こうしたデータも踏まえ、当社では4～6月期の実質GDP成長率を前期比年率▲6%程度の大幅なマイナ

鉱工業生産の推移と予測（前期比、%、2010=100）



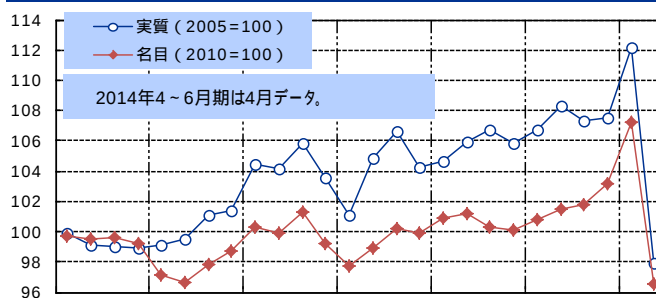
（出所）経済産業省

家計調査の実質個人消費支出（2010=100）



（出所）総務省

小売業販売



（出所）経済産業省、総務省

² 設備投資の強含みが実勢であれば、将来的には上方修正に繋がらう。

³ 5月は週毎の前年比を当社で平均して試算。

スと予想している（従来予想から大きな変更なし）。

成長率予想を 2014 年度 0.5%、2015 年度 1.3% に据え置き

デフレ脱却を象徴する賃上げや雇用環境の改善を受けて、個人消費は 7～9 月期に増勢へ復帰し、日本経済全体も持ち直しへ向かう。しかし、消費税率引き上げも寄与しての高いインフレ率が響き、実質賃金が目減りする下で、2014 年度トータルで見れば、個人消費は減少が避けられない。また、輸出や設備投資は 2014 年度を通じて増加基調を辿るが、景気のけん引役としては力不足である。2013 年度にアベノミクス の 3 本の矢の一つとして成長率を押し上げた公共投資は、2014 年度に景気の足こそ引っ張らないものの、更なる押し上げは期待できない。以上を踏まえ、当社は 2014 年度の日本経済が 0.5% の低成長にとどまると予想する。2015 年度は消費税増税の悪影響が和らぎ、個人消費や住宅投資が持ち直し、成長率は 1.3% へ高まる見込みである。なお、2014 年度、2015 年度の成長率予想ともに従来見通しから変わらない。成長率予想においては、2015 年 10 月の消費税率再引き上げを前提としている。ただ、異時点間の消費代替が 2013 年度と 2014 年度で生じた今回と異なり、代替が 2015 年度内で生じるため、成長率への影響は軽微である。

日本経済の推移と予測（年度）

前年比, %, %Pt	2012 実績	2013 予想	2014 予想	2015 予想
実質 GDP	0.7	2.3	0.5	1.3
国内需要	1.4	2.7	0.4	1.1
民間需要	1.4	2.2	0.3	1.3
個人消費	1.5	2.6	▲0.6	1.1
住宅投資	5.3	9.5	▲1.9	1.8
設備投資	0.8	2.6	4.6	2.4
在庫投資(寄与度)	(▲0.1)	(▲0.4)	(▲0.0)	(▲0.0)
政府消費	1.5	1.8	1.4	1.3
公共投資	1.3	15.1	▲1.3	▲4.1
純輸出(寄与度)	(▲0.8)	(▲0.2)	(0.2)	(0.3)
輸 出	▲1.2	4.7	7.5	3.7
輸 入	3.7	7.0	6.1	2.3
名目 GDP	▲0.2	1.9	2.0	2.7
実質 GDP (暦年ベース)	1.4	1.5	1.2	1.2
鉱工業生産	▲2.7	3.3	1.7	2.4
失業率(%, 平均)	4.3	3.9	3.6	3.2
消費者物価(除く生鮮)	▲0.2	0.8	3.2	1.8
除く税率上げの影響	▲0.2	0.8	1.1	1.1
消費者物価(除く食・エ)	▲0.6	0.2	2.4	1.7
除く税率上げの影響	▲0.6	0.2	0.6	1.0
名目賃金上昇率	▲0.7	0.1	0.4	0.8

(資料)内閣府、経済産業省、総務省、厚生労働省、国土交通省等より当社作成。