

## テーマ：在庫に振られるGDP

～4-6月期GDPは前期比年率▲7%台後半に下方修正か?!～

発表日：2014年9月19日（金）

第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 主任エコノミスト 柵山 順子  
TEL:03-5221-4548

### 要旨

- 4-6月期GDPは前期比年率▲7.1%と大幅な落ち込みになった。しかし、四半期GDPの推計手法がかんがみれば、11月に予定される7-9月期GDP公表時に、遡って4-6月期GDPが下方修正されることになりそうだ。
- いくつかの大胆な仮定のもとではあるが、4-6月期GDP成長率は最大で前期比年率▲0.6%pt、少なくとも見積もっても▲0.3%pt程度下方修正される可能性がある。
- こうした修正により、2014年度の成長率見直しには最大で▲0.2%ptの下押し圧力がかかり、消費税引き上げ判断や日銀の景気見直しにとっては逆風となりそうだ。

### ○ 4-6月期GDPは本当はもっと低い？！

先日公表された4-6月期実質GDP 2次QE改訂値は前期比▲1.8%（同年率▲7.1%）と、消費税率引き上げなどに伴う消費や設備投資の大幅減により、震災を超える落ち込みとなった。8月に公表された1次QE推計値からの改訂をみると、法人企業統計の結果を反映させたことで設備投資の減少幅が拡大したものの、在庫投資の寄与度が上方修正された結果、全体の数字はさほど変更されなかった。

しかし、結論から言えば、11月の7-9月期GDP 1次QE公表時に、4-6月期GDP成長率は前期比年率▲7%台後半にまで遡って下方改訂される可能性がある。本レポートでは、なぜ4-6月期のGDPが11月になって下方修正されるのか、その仕組みを説明したい。

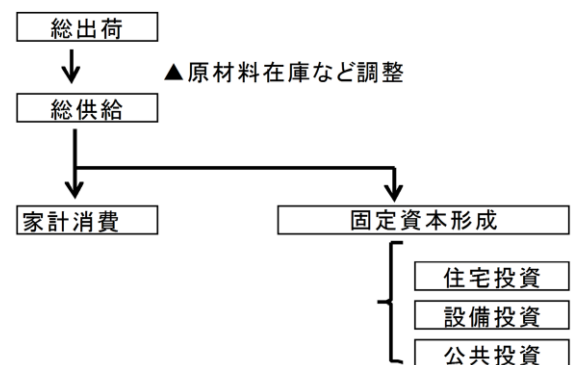
### ○ GDP推計方法の概要

内閣府はGDPを四半期ごとに推計するにあたり、供給側と需要側の両面から推計を行い、両推計値を加重平均する形でGDPを作成している<sup>1</sup>。

まず内閣府のGDP四半期推計方法について、今回のテーマに関係ある点にフォーカスして説明したい。そのため、輸出入のない閉鎖経済で、政府消費や住宅投資、公的資本形成もなく、GDPが消費と設備投資と在庫のみからなる経済を想定し、在庫についてはすべてが原材料在庫とする。

需要側推計値については、消費、投資、在庫はそれぞれ独立に推計される。具体的には、消費は家計調査を、設備投資や原材料在庫は法人企業統計を主に使用して推計する。一方で、供給側推計については消費と投資についてのみ実施されている。具体的には、総出荷を推計し、

(図表1) 供給側推計の流れ



(出所) 内閣府「推計手法解説書」より筆者作成

<sup>1</sup> 推計方法の詳細については内閣府HPを参照されたい。本レポートでの解説は、内閣府が公表したマニュアルを筆者なりに解読理解したものである。

そこから原材料在庫と流通在庫の増加分を除くなどの調整を施して総供給を推計、それを按分する形で消費、投資の供給側推計値としている（図表1）<sup>2</sup>。こうして出来た需要側推計値と供給側推計値を使用して、GDPの四半期推計値が完成する。

### ○ GDP改訂内容の概要～供給側推計値は2次QEでは修正しない

次に、GDPが1次QE、2次QEと改訂される仕組みについて、同様に簡略化してみたい。設備投資や原材料在庫の需要側推計に使用される法人企業統計が公表されるのは、1次QE公表後である。そのため、1次QE公表時点では、原材料在庫については内閣府が作成した仮置き値を使用し、設備投資については仮置き値の原材料在庫を使用して作成した供給側推計値を主に使用している。

2次QE公表時点では、法人企業統計の結果が公表されているため、原材料在庫では仮置き値が法人企業統計を使用した推計値に置き換えられ、設備投資は1次QEで使用した供給側推計値に法人企業統計を使用した需要側推計値が加味される。

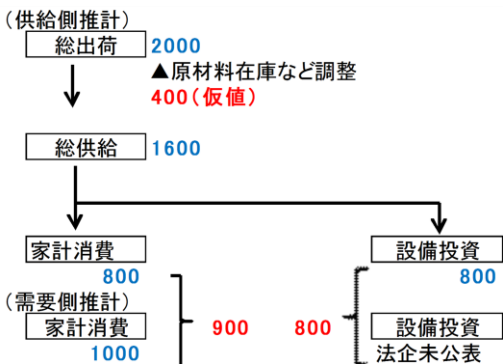
ここでポイントとなるのが、2次QE改訂後の設備投資に使用される供給側推計値は、1次QEで使用した供給側推計値のままであるということだ。前掲図表1の通り、供給側推計値の作成には原材料在庫を使用するが、1次QE時点では原材料在庫は内閣府の仮置き値である。つまり、2次QE時点においても設備投資の供給側推計値は、仮置き値の原材料在庫を使用した推計値が使用されているのである。

本来なら2次QE段階では原材料在庫が仮置き値から推計値に置き換えられることを受けて、供給側推計も再推計することになるだろう。しかし、実際には、結果公表の早期化を目的とした作業時間不足により、供給側推計値については2次QE段階では1次QEから変更されない。供給側推計を作成し直すのは、次回の1次QE公表時点だ。通常であれば、この点はそれほど大きな修正にはならないのだが、今回に関しては在庫の修正幅が非常に大きかったため、影響も大きくなりそうだ。

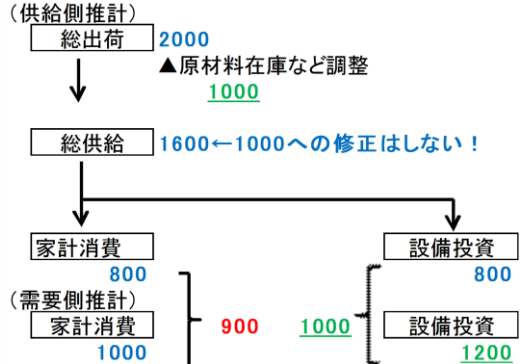
ここで、簡単な数値例を使って、上記の流れを確認してみたい。

- ① まず1次QE時点で、総出荷が2000、原材料在庫の仮置きが400とすると、総供給が1600（=2000-400）となり、消費の供給側推計値が800、投資の供給側推計値が800となる。消費の需要側推計値が1000だとすると、1次QE時点でのGDP推計値は、消費900（=（800+1000）/2）、投資800、在庫400で合計2100となる（図表2）。
- ② 次に、法人企業統計が公表され、投資の需要側推計値が1200、原材料在庫の推計値が1000であったとする。となれば、2次QE時点では、消費は変わらず900、投資は需要側推計値を加味して1000（=（800+1200）/2）に上方修正、在庫は1000に上方修正され、GDPは2900（=900+1000+1000）となる（図表3）。

（図表2）1次QEの推計状況



（図表3）2次QE推計状況（緑が改訂箇所）

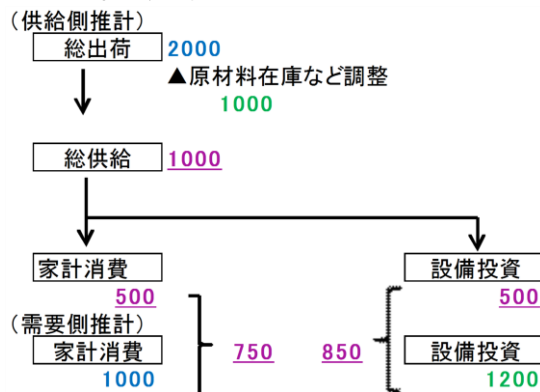


<sup>2</sup> 実際には、ここで推計された総固定資本形成を按分し、設備投資の供給側推計値としている。住宅投資や公的資本形成については、需要側推計値を使用しており、ここで推計された供給側推計値は使用されない。

③ ここで、在庫を仮置き値から推計値に変えると、総供給が1600(=2000-400)から1000(=2000-1000)に修正され、消費と投資の供給側推計値がそれぞれ800から500に下方修正される。このため、次回1次QE公表時には、遡って当期のGDPが、消費750(=(500+1000)/2)、投資850(=(500+1200)/2)、在庫1000の合計2600に下方修正される(図表4)。

つまり、原材料在庫の推計値と仮置き値の差600(=1000-400)だけ供給側推計が修正され、その按分(今回の数値例では50%とした)だけGDPが修正されることになる<sup>3</sup>。

(図表4) 次回1次QE公表時の推計状況  
(紫が改訂箇所)



### ○ 今回の修正幅は?

ここで、上記の仕組みにのっって11月公表時点での4-6月期の修正幅を考えたい。

まず、原材料在庫の修正幅を考える。今回、9月公表の2次QEで在庫増加分が大幅に上方修正された。修正幅は実質季節調整値でおよそ2兆円だ。基礎統計から考えると流通在庫と製品在庫の修正幅は大きくなく、1次QE時点で仮置き値が使用されていた原材料在庫と仕掛品在庫が法人企業統計の結果を受けて推計値に置き換えられた影響が大きいと見られる。ここで、流通在庫と製品在庫に修正はなかったとすれば、原材料在庫と仕掛品在庫の前期比増加分合計が仮置き値から2兆円上昇修正されたことになる。原材料在庫と仕掛品在庫の内訳は未公表であるが、内閣府によれば原材料在庫の修正幅の方が大きかったとのことであり、原材料在庫の修正幅は最大で2兆円、半分であったとしても1兆円となる。

上記をもとに、供給側推計と需要側推計の按分比については50%とし、供給側推計の総固定資本形成に定める設備投資の割合は2012年度確報をもとに2/3とすれば、4-6月期のGDPは最大で0.8兆円、少なく見積もっても0.4兆円下方修正され、前期比年率でも▲0.6~▲0.3%pt程度下方修正されることになる。この結果、4-6月期GDPは前期比年率7%台後半に下方修正され、2014年度の年度成長率を最大で▲0.2%pt押し下げることになるだろう。

日銀はすでに10月の展望レポートで2014年度の成長率見通しを下方修正する方向とされているが、こうした統計上の要因により、日銀は10月以降も成長率見通しの下方修正を迫られることになる可能性がある。また、消費税引き上げ判断においても7-9月期GDPの結果およびそれを踏まえた成長見通しが重視されるため、消費税引き上げにとっても厳しさを増す結果となりそうだ。

<sup>3</sup> 実際には供給側推計から消費と固定資本形成(設備投資+住宅投資+公共投資)が推計されるが、住宅投資と公共投資については供給側推計値を使用していないため、GDP修正幅はここでの試算値より小さくなる。