

日本経済：2021年1～3月期2次QEは設備投資の下方修正により前期比年率▲6.0%を予想

1～3月期の実質GDP成長率は2次速報で前期比▲1.5%（年率▲6.0%）へ下方修正される見通し。法人企業統計を受けた設備投資の下方修正による。ただ、設備投資は下げ止まりから反発を窺う状況にあり、コロナの出口が見えれば速やかに立ち直る可能性が高い。労働分配率の低下も、将来の人件費増加余地とも言える。

1～3月期の成長率は下方修正、景気停滞の評価は変わらず

6月8日発表予定の2021年1～3月期GDP2次速報は、1次速報値の前期比▲1.3%（年率▲5.1%）から▲1.5%（年率▲6.0%）へ下方修正される見通し。2度目の緊急事態宣言に至ったコロナ感染第3波により、年明け後は内需が冷え込み景気が停滞した、という評価は変わらず。

本日発表された2021年1～3月期の法人企業統計季報では、設備投資（名目）が2020年10～12月期の前年同期比▲4.8%から▲7.8%へ大きくマイナス幅が拡大、サンプルの歪を修正すると▲3.2%から▲9.3%へさらに大きく拡大した。これを踏まえると、1～3月期の設備投資は実質で1次速報の前期比▲1.4%から2次速報では▲2.8%へ下方修正される見通し。ただ、それでも前期（10～12月期）の大幅増加（前期比+4.3%）の範囲内であり、設備投資は下げ止まり、反発を窺う状況にあるという見方も変わらない（詳細後述）。

そのほか、公的固定資本形成（公共投資）は3月の建設工事出来高の実績を反映して下方修正される可能性があるが、極めて小幅につき予測値は据え置く。

1～3月期の設備投資は非製造業の停滞が顕著

大きく下方修正される見通しの設備投資であるが、業種別の内訳を見ると製造業は持ち直し傾向が続いている（7～9月期前年同期比▲10.3%→10～12月期▲8.5%→1～3月期▲6.4%）一方で、非製造業は改善が足踏みし出遅れ感がある（▲10.8%→▲2.6%→▲8.5%）。製造業の経常利益は急回復（7～9月期前年同期比▲27.1%→10～12月期+21.9%→1～3月期+63.2%）したが、非製造業では緩やかな回復（▲

実質GDP成長率の推移（QE予測）

	2020				前期比・%	
	1～3	4～6	7～9	10～12	1次実績 1～3	2次予測 1～3
実質GDP	▲0.5	▲8.1	5.3	2.8	▲1.3	▲1.5
（年率換算）	▲1.9	▲28.6	22.9	11.6	▲5.1	▲6.0
（前年同期比）	▲2.1	▲10.1	▲5.6	▲1.1	▲1.9	▲2.2
国内需要	▲0.2	▲5.2	2.5	1.8	▲1.1	▲1.3
民間需要	▲0.3	▲7.2	2.6	1.8	▲0.9	▲1.2
民間最終消費支出	▲0.8	▲8.3	5.1	2.2	▲1.4	▲1.4
民間住宅投資	▲3.7	0.6	▲5.7	0.1	1.1	1.1
民間企業設備投資	1.3	▲6.1	▲2.1	4.3	▲1.4	▲2.8
民間在庫品増加	(0.2)	(0.1)	(▲0.2)	(▲0.5)	(0.3)	(0.3)
公的需要	0.1	0.5	2.4	1.6	▲1.6	▲1.6
政府最終消費支出	▲0.1	0.2	2.9	1.8	▲1.8	▲1.8
公的固定資本形成	0.6	2.1	0.7	1.1	▲1.1	▲1.1
財貨・サービスの純輸出	(▲0.3)	(▲2.8)	(2.6)	(1.0)	(▲0.3)	(▲0.3)
財貨・サービスの輸出	▲4.7	▲17.5	7.3	11.7	2.3	2.3
財貨・サービスの輸入	▲3.0	▲0.7	▲8.2	4.8	4.0	4.0
名目GDP	▲0.5	▲7.8	5.5	2.4	▲1.6	▲1.9
（年率換算）	▲2.1	▲27.7	24.1	10.0	▲6.3	▲7.3
（前年同期比）	▲1.1	▲8.9	▲4.5	▲0.8	▲2.1	▲2.3
デフレーター（前年同期比）	1.0	1.4	1.2	0.2	▲0.2	▲0.2

（出所）内閣府、予測は当社による

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、株式会社伊藤忠総研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、伊藤忠総研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。

29.1%→▲11.2%→+10.9%)にとどまっていることが一因と考えられる。

ただ、非製造業の設備投資の内訳を見ると、前期に大きく持ち直した不動産業（▲15.9%→▲4.5%→▲41.5%）での落ち込みや、同じく前期に大きく伸びた電気業（▲9.2%→+20.5%→+5.8%）の鈍化による押し下げが大きい。一方で、情報通信（▲2.9%→▲1.2%→+6.8%）や卸小売業（▲2.9%→+4.2%→6.5%）で改善、コロナ禍の悪影響を受けた分野を多く含むサービス業（▲22.8%→▲10.1%→▲6.2%）ですら持ち直しており、非製造業全体の足踏みは前期の反動によるところが大きい。

設備投資の先行指標である機械受注も、非製造業ではやや遅れているが製造業を中心に底入れから持ち直しを窺う状況にあることを示しており、マクロ的にもストック循環から見る限り設備投資の調整が終了し反発を待つ状態にある¹。コロナの出口が見えれば設備投資は速やかに回復に向かう可能性が高い。

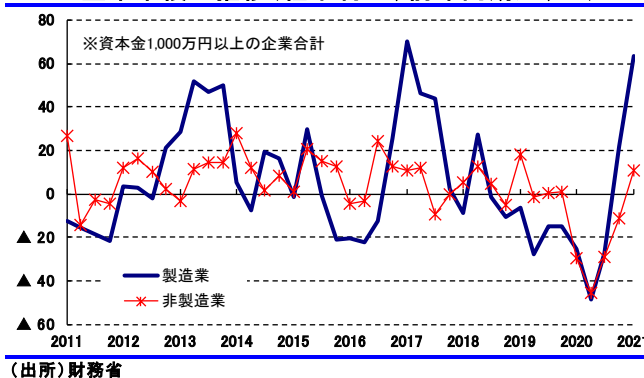
労働分配率はコロナ前のボトムを下回る

コロナ後に向けた期待という意味では、1～3月期の法人企業統計では人件費の動向も注目点であろう。人件費の付加価値生産額（広義の利益）に対する比率で表される労働分配率は、全産業で58.0%まで低下、コロナ前のボトム（2019年1～3月期の58.3%）を下回った（当社試算の季節調整値）。つまり、企業業績に比べ人件費の回復が遅れていることを意味する。

もちろん、業績回復期において人件費の回復が遅れることは一般的である。企業は業績回復が継続的かどうかを見極めたうえで人件費の上昇を許容するためである。ただ、労働分配率が十分に下がっているため、今後、ワクチン普及が加速し、脱コロナが視野に入れば、人件費の上昇、すなわち雇用の拡大、賃金の上昇に舵を切る企業は増えるだろう。

日銀の試算によると、コロナ禍により消費機会を逃したことによる「強制貯蓄」は20兆円²にも上る。この需給ギャップにも匹敵する莫大な貯蓄と合わせて、雇用拡大と賃金上昇がコロナ後の個人消費回復の力強い追い風となろう。

企業業績の推移(経常利益、前年同期比、%)



労働分配率の推移(季節調整値、%)



¹ 詳細は2021年5月24日付「日本経済情報 2021年5月号」参照。 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2021/2032/>

² 日本銀行「経済・物価情勢の展望 2021年4月」BOX3 ワクチンの普及と個人消費の先行きについての考え方