

日本経済：2022年1～3月期2次QEは設備投資下方修正も在庫の上昇修正で成長率はほぼ変わらずマイナスのまま

1～3月期の実質GDP成長率は2次速報で前期比▲0.2%（年率▲0.9%）とほぼ1次速報から変化ない見通し。設備投資が下方修正される一方で民間在庫投資は上方修正される見込み。景気の基調判断も変わらず、2021年度中は一進一退が続き停滞との評価。労働分配率が史上最低水準で推移しており今後の賃金上昇に期待。

1～3月期の成長率は1次速報からほぼ変わらず、景気停滞を再確認

6月8日発表予定の2022年1～3月期GDP2次速報は、1次速報の前期比▲0.2%（年率▲1.0%）から▲0.2%（年率▲0.9%）とほぼ不変を予想。オミクロン株流行による新型コロナウイルスの感染急拡大などから2四半期ぶりのマイナス成長に転じ、景気が停滞したという評価も変わらず。

本日発表された2022年1～3月期の法人企業統計季報では、設備投資（名目）が2021年10～12月期の前年同期比+4.3%から+3.0%へ伸びが鈍化、サンプルの歪を修正すると+0.2%から+1.5%へ伸びは高まっているが、それでもGDPベースの1次速報値（前年同期比+4.1%）を大きく下回っている。そのため、1～3月期の設備投資は実質で1次速報の前期比+0.5%から2次速報では▲0.4%へ下方修正されると予想する。

一方で、法人企業統計の結果を踏まえると、仕掛品在庫や原材料在庫の積み上がりにより、民間在庫投資の実質GDPに対する寄与度は前期比で1次速報値の+0.2%Ptから2次速報では+0.4%Ptへ上方修正されるとみられる。公的固定資本形成（公共投資）は、基礎統計となる建設工事出来高の3月実績を踏まえても修正の余地は限定的である。

成長率がほぼ不変のため、景気の基調判断も、2021年度を通じて実質GDPは前期比でプラス成長とマイナス成長を繰り返し一進一退だったという評価も変わらず。前年同期比でみた2022年1～3月期の実質GDP成長率が+0.2%にとどまっていることが、その証左である。

実質GDP成長率の推移（QE予測）

					(前期比・%)	
	2021 1～3	4～6	7～9	10～12	1次速報 1～3	2次速報 1～3
実質GDP	▲ 0.3	0.5	▲ 0.7	0.9	▲ 0.2	▲ 0.2
(年率換算)	▲ 1.3	2.1	▲ 2.9	3.8	▲ 1.0	▲ 0.9
(前年同期比)	▲ 1.7	7.3	1.2	0.4	0.2	0.2
国内需要	▲ 0.5	0.8	▲ 0.8	0.9	0.2	0.2
民間需要	▲ 0.4	1.1	▲ 1.1	1.6	0.3	0.4
民間最終消費支出	▲ 0.8	0.7	▲ 1.0	2.5	▲ 0.0	▲ 0.0
民間住宅投資	1.0	1.0	▲ 1.7	▲ 1.2	▲ 1.1	▲ 1.1
民間企業設備投資	0.0	2.2	▲ 2.4	0.4	0.5	▲ 0.4
民間在庫品増加	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(▲0.2)	(0.2)	(0.4)
公的需要	▲ 0.5	▲ 0.1	0.1	▲ 1.1	▲ 0.2	▲ 0.2
政府最終消費支出	▲ 0.7	0.8	1.1	▲ 0.3	0.6	0.6
公的固定資本形成	▲ 0.1	▲ 3.7	▲ 3.8	▲ 4.7	▲ 3.6	▲ 3.6
財貨・サービスの純輸出	(0.1)	(▲0.2)	(0.1)	(0.1)	(▲0.4)	(▲0.4)
財貨・サービスの輸出	2.6	2.8	▲ 0.3	0.9	1.1	1.1
財貨・サービスの輸入	1.8	4.3	▲ 0.8	0.3	3.4	3.4
名目GDP	▲ 0.6	0.3	▲ 1.0	0.3	0.1	0.2
(年率換算)	▲ 2.4	1.3	▲ 3.9	1.2	0.6	0.6
(前年同期比)	▲ 1.8	6.1	0.0	▲ 0.9	▲ 0.2	▲ 0.2
デフレーター（前年同期比）	▲ 0.2	▲ 1.1	▲ 1.2	▲ 1.4	▲ 0.4	▲ 0.4

(出所) 内閣府、予測は当社による

前年比では増収増益ながら非製造業の業績は伸び悩み

また、法人企業統計季報によると、2022年1～3月期の企業業績は、前年同期比で増収増益となったものの、売上の伸びは加速（2021年10～12月期+5.7%→1～3月期+7.9%）したが経常利益の伸びは鈍化（+24.7%→+13.7%）した。コロナで大きく落ち込んだ反動が一巡したことに加え、国際商品相場の高騰や円安が産業全体の収益を圧迫したようである。

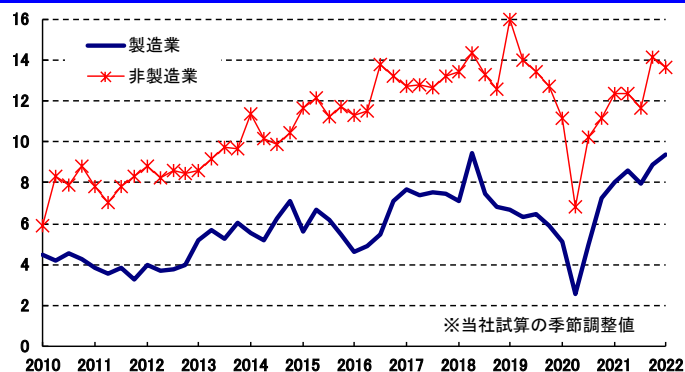
経常利益を業種別に見ると、製造業（10～12月期前年同期比+22.1%→1～3月期+18.4%）では高い伸びを維持した一方で、非製造業では大きく鈍化（+26.4%→+10.9%）、当社試算の季節調整値では非製造業の経常利益は前期比▲3.4%とマイナスに転じている（製造業は+5.9%）。その結果、製造業の2022年1～3月期の経常利益額（当社試算の季節調整値）は、過去最高（2018年4～6月期）に肉薄している。このことは、円安メリットが輸出産業に偏っている可能性を示唆している。

労働分配率は底這い続く

労働分配率も、製造業は2021年にそれまでの過去最低水準を大きく割り込む50%前後まで下落して以降、足元2022年1～3月期まで底這い状態にある（当社試算の季節調整値、右図）。一方の非製造業は、過去最低水準の60%程度で下げ渋った状態が続いている。

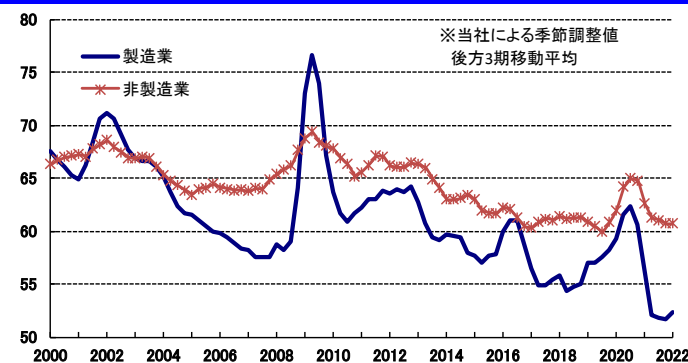
こうした労働分配率の状況は、非製造業で人件費を含めたコスト上昇に収益が圧迫されていることを、製造業では人件費拡大ないしは賃金上昇余地が比較的大きいことを示しているように受け止められる。ただ、製造業においては円安進行による一時的かつ外生的な収益改善が小さくないことも事実であろう。それでも、労働分配率が製造業、非製造業とも史上最低水準にあることは事実であり、人手不足が極まりつつある現状を踏まえ、今後、景気が持ち直し数量効果が見込まれるとすれば、企業業績の改善に見合った賃金上昇は十分に期待できよう。

経常利益の推移（季節調整値、兆円）



（出所）財務省 （注）資本季1,000万円以上の企業の合計額

労働分配率の推移（季節調整値、%）



（出所）財務省 （注）資本季1,000万円以上の企業