

Economic Monitor

4～6月期の日本経済は年率0.4%成長に急失速

4～6月期の成長率は、市場コンセンサスと潜在成長率を共に大幅に下回る年率0.4%の低い伸びに留まった。エコポイント関連の反動減で個人消費が低迷したことに加え、輸出の減速が響いた。7～9月期以降の成長率は幾分持ち直すと見込まれるが、ゲタの下方修正もあり、成長率予想は2010年度を2%弱に、2011年度を1%台後半に下方修正する予定。

4～6月期の成長率は潜在成長ペースを大きく下回る

2010年4～6月期の実質GDP成長率は前期比0.1%、年率0.4%に留まった。市場コンセンサスの0.6%程度（当社予想は0.5%）を大きく下回り、ネガティブ・サプライズである。2009年10～12月期年率4.6%、2010年1～3月期5.0%の2四半期連続の極めて高い成長から明確に減速したのみならず、1%前後と考えられる潜在成長ペースも大幅に下回っている。今回は、基礎統計の遡及改訂と季節調整のかけ直しに伴い過去系列が大きく変更された。2009

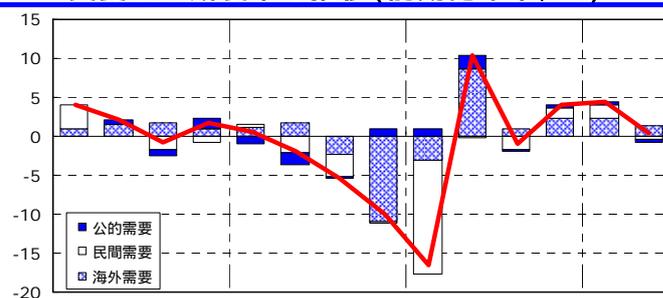
年度の成長率が▲2.0%から▲1.9%へ上方改訂された一方、2009年10～12月期は前期比1.1%から1.0%へ、2010年1～3月期は1.2%から1.1%へ下方改訂されている。2009年度後半の成長率の下方修正により、2010年度の成長率の発射台（いわゆる成長のゲタ）は従来の1.5%から1.2%へ0.3%Ptも低下しており、2010年度成長率予想の下方修正要因となる。

4～6月期の成長率低下には、政策効果に押し上げられてきた個人消費の失速、世界的な在庫復元により高い伸びを続けてきた輸出の減速、政府消費の鈍化が影響している。①は予想通りだったが、②と③は予想外だった。当社予想との対比で見ると、民間需要は前期比▲0.1%と予想通りだが、輸出の伸びが当社予想より緩やかな増加に留まったために（当社予想6.9%→実績5.9%）、純輸出の成長率に対する寄与度が下振れ（当社予想0.5%Pt→実績0.3%Pt）、政府消費が0.2%と当社予想の0.5%を下回ったため公需も前期比▲0.5%と当社予想の0.0%から下振れした。

成長率低下要因：個人消費の失速

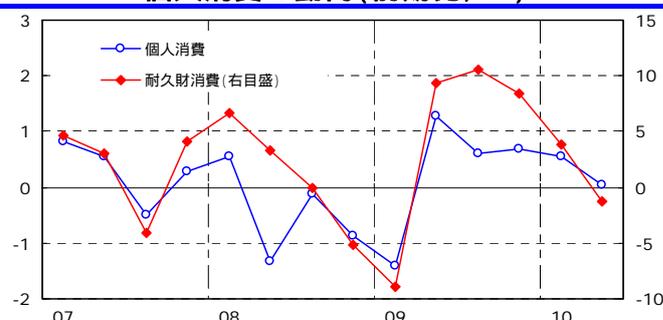
個人消費の失速は、耐久財消費の落ち込みによるものである。エコカー補助金や家電エコポイントといった政策効果による耐久財消費の急拡大で、個人消費は2009年4～6月期から大幅増加を続けてきた。しかし、2010年1～3月期に家電エコポイント対象製品改訂に伴う旧製品への駆け込み需要が生じた反動で、4～6月期の耐久財消費は前期比1.3%と5四半期ぶりに減少した。そのため、個人消費全体

実質GDP成長率の推移(前期比年率、%)



(出所)内閣府

個人消費の動向(前期比、%)



(出所)内閣府

も4～6月期は前期比横ばい（1～3月期0.5%）に留まっている。

成長率低下要因：輸出の減速

4～6月期の輸出は前期比5.9%（1～3月期7.0%）と引き続き高い伸びを維持したが、1～3月期からは減速した。輸出の減速は、世界的な在庫復元の終了と中国国内の在庫調整によるものである。一方で、輸入が4.3%（1～3月期3.0%）と伸びを高めたために、純輸出（輸出－輸入）の寄与度は1～3月期の前期比0.6%Ptから0.3%Ptに縮小した。

成長率低下要因：政府消費の鈍化

政府消費は高校授業料無償化もあり、高い伸びを続けると予想していたが、1～3月期の前期比0.6%から4～6月期は0.2%へ減速した¹。

その他の需要項目も芳しい内容ではない。設備投資は前期比0.5%（1～3月期0.6%）と3四半期連続で拡大したものの、企業の投資に対する慎重姿勢が響き、低い伸びに留まり、住宅投資は▲1.3%（1～3月期0.3%）と再び減少した。また、民主党政権の公共事業抑制姿勢を反映し公共投資は▲3.4%（1～3月期▲1.2%）と4四半期連続で減少している。

個人消費デフレーターの下下が継続

GDPデフレーターは前期比▲1.0%（1～3月期0.3%）と大幅に低下した。外需の影響が大きい（輸出デフレーター低下、輸入デフレーター上昇）、最も重要な個人消費デフレーターも0.3%（1～3月期0.1%）と低下が続いており、日本経済がデフレに陥っていることに変わりはない。GDPデフレーターの下下に伴い、名目GDPは▲0.9%（1～3月期1.4%）と3四半期ぶりに縮小した。

2010年に日中の名目GDPは逆転の見込み

日本の名目GDPが減少した一方で、中国の名目GDPは拡大を続けたため、日中の名目GDP格差は4～6月期に更に拡大した模様である。当社が季節調整を施しドル建てに換算したベース²において、中国の名目GDPは、2010年前半に日本の名目GDPを5%程度上回った。1～3月期の時点で既に中国の名目GDPは日本の名目GDPを2%程度上回っていたが、4～6月期に格差が更に拡大している。季節調整を施さないベースでは、2010年前半の中国の名目GDPは日本を未だ2%程度下回っているものの、中国経済は下期に名目GDPが偏る季節性があるため、2010年通年で中国が日本を抜くのは確実だろう。



2010年後半の成長率は持ち直す見込み

4～6月期の日本経済は予想外に極めて低調だったが、7～9月期と10～12月期の成長率は幾分持ち直す可能性が高い。在庫復元の終了と円高を受けて、輸出は減速が避けられないが、世界経済の拡大継続と中国国内の在庫調整の早期終了を受けて、年率8%程度での拡大は確保できると見込まれる。加えて、4～6

¹ 4～6月期の低い伸びには、1～3月期が前期比0.4%から0.6%へ上方修正された反動が含まれる。また、政府消費は1次速報段階では基礎統計が圧倒的に不足しており、2次推計で大幅に修正される可能性もある。

² 中国は季節調整値を公表していないため、あくまでも当社の試算ベースである。

月期は低迷した個人消費が、7～9月期以降は再び増勢を取り戻す可能性が高い。7～9月期には猛暑効果とエコカー補助金への駆け込み需要が、10～12月期も家電エコポイントへの駆け込み需要が期待できるためである。問題は年明けだろう。エコカー補助金とエコポイントが共に終了する2011年1～3月期には耐久財消費の急減が避けられない。当社では耐久財消費の落ち込みを受けて、1～3月期は実質GDP成長率も大幅なマイナスに転落すると予想している。

成長率予想は2010年度、2011年度ともに下方修正

2010年度の成長率予想について、前述したゲタの下方修正（0.3%Pt）と円高の輸出に及ぼす悪影響を考慮し、従来の2.2%成長から2%弱へ下方改訂する予定である。また2011年度についても、成長率予想の2.0%から1%台後半への下方改訂を予定している。下方改訂の最大の理由は、円高を受けた輸出の下方修正である。従来は米国の利上げが2011年前半にも開始されると見込み、2010年末にはドル円相場が90円台を回復すると考えていた。しかし、米国雇用の回復の遅れとFedの金融緩和への明確な方針転換を受けて、利上げは早くとも2011年末になり、ドル円相場は2010年末時点でも90円を下回り続けると予想を変更した。それに伴い、2011年度の輸出の予想を引き下げる予定である。輸出の下方修正は①輸出→生産→雇用・所得のパスを通じて個人消費を、また②輸出→生産→収益のパスを通じて設備投資も引き下げることにもなる。経済見通しの詳細については、明日以降のレポートにてお知らせする予定である。