

Economic Monitor

7～9 月期成長率は年率 4.5%へ予想通りの上方修正 (7～9 月期の日本 GDP 統計 2 次速報)

7～9 月期 2 次速報はほぼ当社予想通りに年率 4.5%へ上方修正。高成長は政策要因による個人消費の急増が主因であり、設備投資は上方修正されたが力強さを欠いたまま。足元のエコポイント商戦は予想を上回っており、GDP 確報によるゲタの上方修正も加味し、2010 年度予想を 3.3%へ大幅に上方修正。一方、2011 年度予想は 0.8%へ若干の下方修正。四半期ベースではエコポイント商戦の反動により、日本経済が 3 四半期連続のマイナス成長に陥るリスクあり。

7～9 月期 2 次速報は当社予想通りに上方修正

2010 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率は 1 次速報の前期比 0.9%・年率 3.9%から、2 次速報で 1.1%・年率 4.5%へ上方修正された。市場コンセンサスの年率 4.1%からは若干上振れしたが、当社予想の年率 4.4%には概ね一致し、サプライズはない。内訳もほぼ予想通りであり、設備投資の上方修正（1 次速報 0.8%→2 次速報 1.3%、当社予想 1.4%）と在庫投資寄与度の上方修正（0.1%Pt→0.2%Pt、当社予想 0.2%Pt）が寄与した。

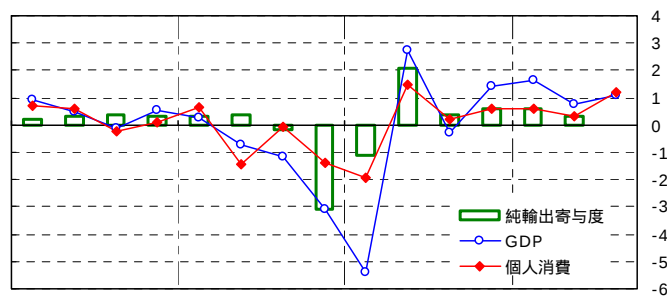
政策効果で個人消費が前期比 1.2%と急増

7～9 月期の成長の牽引役が、個人消費であることは 1 次速報から変わらない。個人消費は 7～9 月期に前期比 1.2%と大幅に増加し、実質 GDP 成長率を 0.7%Pt 押し上げた。個人消費を押し上げたのは、言うまでもなく政策要因である。エコカー補助金や家電エコポイントを受けて耐久財消費が前期比 12.6%と急増し、個人消費を 1.2%Pt 押し上げたことに加え、10 月のたばこ値上げ前の買い溜めで非耐久財消費も前期比 1.0%と大幅に増加した（個人消費に対する寄与度 0.2%Pt）。当社ではこうした政策要因（エコカー補助金、エコポイント、たばこ値上げ）が 7～9 月期に合計で 1.7%Pt も個人消費を押し上げた試算している。逆に、政策要因以外の消費は低調どころか、エコポイント対象製品の購入のために大きく削られた。衣服などが含まれる半耐久財は前期比▲0.9%、サービス消費も▲0.3%の大幅減少である。7～9 月期の名目雇用者報酬は前期比▲0.1%と減少しており、家計は所得のパイが限られる中で、政策要因により割り引かれる商品を集散的に購入したに過ぎない。7～9 月期の個人消費は大幅に増加したが、それは消費の基調が上向いたことは意味していない。

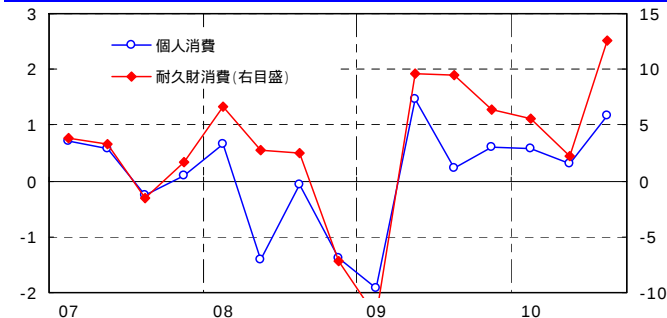
日本経済は既に踊り場的な状況

設備投資は 2 次速報で上方修正されたが、伸びは引

実質GDP成長率の推移(前期比、%、%Pt)



個人消費の動向(前期比、%)



(出所)内閣府

き続き低水準に留まっている。昨日発表された 10 月の機械受注でも先行きの設備投資加速は展望できなかった。7～9 月期の日本経済は、政策効果による個人消費の急増で高成長を達成したが、世界的に政策効果や在庫復元の影響が剥落する下で輸出は減速しており、基調としてみれば、日本経済は既に「踊り場の状況」に陥っていると判断される。こうした「踊り場の状況」は来年前半も続く見込みである。以下述べるように、当社では、政策要因による反動減や需要先食いもあり、日本経済が 10～12 月期から来年 4～6 月期まで 3 四半期連続のマイナス成長に陥る可能性があると考えている。

10～12 月期の日本経済は 3 四半期連続のマイナス成長に

10～12 月期以降の 3 四半期連続のマイナス成長予想には、輸出減速に伴う純輸出寄与度の低下も寄与するが、それ以上に政策要因の影響が大きい。11 月にテレビを中心としたエコポイント商戦が予想以上の盛り上がりを見せたため、エコカー補助金やたばこ買い溜めの反動減にも関わらず、個人消費は前期比 0.4%と拡大を続けると考えられる（従来は減少を見込んでいたが上方修正）。但し、エコポイント商戦への充当中在庫投資が大幅なマイナス寄与に転じる¹こともあり、10～12 月期の GDP 成長率は前期比 ▲0.1%の小幅マイナスに転落する見込みである。12 月からのポイント付与縮小等を受けて、エコポイント商戦は 2010 年 1～3 月期以降に大きく縮小し、1～3 月期にはエコポイント関連だけで個人消費を 3% Pt 以上も押し下げる可能性がある。当社では、個人消費の落ち込みを主因に、1～3 月期の成長率を ▲0.4%と予想している。翌 4～6 月期には、アジア向けを中心に輸出が持ち直し始めるものの、エコポイント終了の影響により個人消費は減少を続けるため、成長率は ▲0.1%と 3 四半期連続のマイナスを記録する見込みである（7～9 月期実績前期比 1.1%→10～12 月期予想 ▲0.1%→1～3 月期 ▲0.4%→4～6 月期 ▲0.1%）。

政策要因によるマイナス成長を景気後退とするのか

問題は、当社が予想する 3 四半期連続のマイナス成長をどう解釈するかである。景気の拡大や後退つまり景気基準日付の認定は、景気動向指数に基づくヒストリカル DI により景気動向指数研究会が行い、GDP の変動と直接に関係するわけではない。しかし、1980 年以降をみる限り GDP 変動と景気循環は一致している。加えて、景気動向指数に含まれる生産や電力、商業販売額などの落ち込みによりヒストリカル DI が景気後退のシグナルを発する可能性もある。では 2011 年前半にかけて、本当に、日本経済は景気後退に陥るのか。可能性を否定はできない。輸出が減速から減少へ転じ、生産が低迷を続ければ景気後退入りは避けられないだろう。しかし、（こちらが当社のメインシナリオだが）アジア向けを原動力に輸出が再加速へ転じるのであれば、景気の基調は上向き。政策要因がもたらした急激な個人消費のアップダウンをもって景気後退と認定することには強い違和感を覚える。

GDP 確報で 2010 年度のゲタが 0.3%ポイント上昇

今回は 2 次速報の発表と同時に、2009 年度 GDP 確報による遡及改訂も反映されている。確報の内容は足元の景気認識には大きく影響しないものの、過去系列や季節調整パターンの改訂により、2010 年度の発射台（ゲタ）が大幅に高まっており、注意が必要である。

最初に四半期ベースを見ると、確報の反映により景気の波や成長率の符号が大きく変わったわけではないが、2009 年 1～3 月期の下方修正（前期比 ▲4.2%→▲5.4%）や 2009 年 10～12 月期の上方修正（1.0%→1.4%）は無視できない大きさである。2009 年 1～3 月期の大幅下方修正は暦年や年度の計数にも大き

¹ 7～9 月期のプラスの在庫寄与度にはエコポイント商戦のための積み増しが含まれていた可能性が高い。

く影響しており²、2009 暦年の成長率は▲5.2%から▲6.3%へ、2009 年度の成長率も▲1.8%から▲2.4%へと大幅に下方修正された(2008 年度も▲3.8%から▲4.1%へ下方修正)。金融危機に伴う 2008 年～2009 年にかけての日本経済の落ち込みは、従来認識されていたよりも、極めて大きなものだったと言える。

成長率予想は 2010 年度 3.3%、2011 年度 0.8%、2012 年度 2.4%

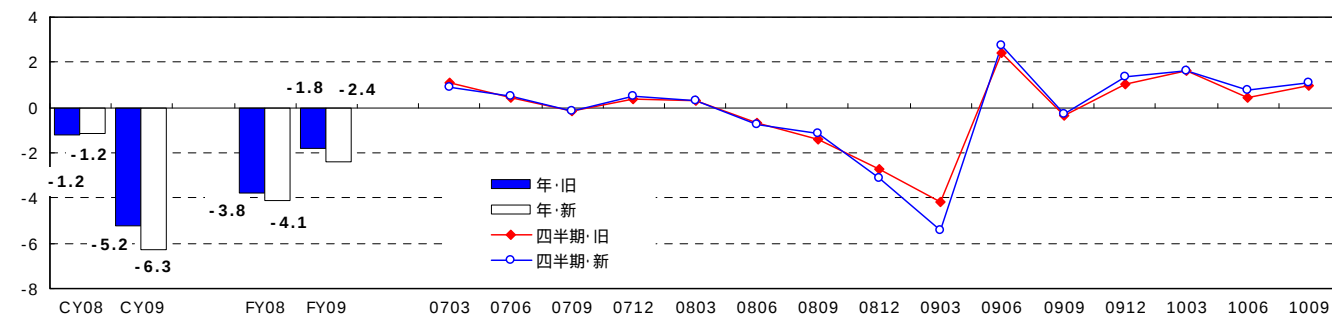
こうした 2009 年度実績の下方修正や四半期成長パターンの変更により、2010 年度の発射台、つまりゲタは 1.6%から 1.9%へと大幅に上方修正された。そのため、2010 年度成長率予想は上方修正が必至である。当社ではゲタの上方修正に加え³、前述した 10～12 月期の個人消費上振れも踏まえ、2010 年度の成長率予想を 3.3%(従来 2.6%)へ大幅に上方修正する。2011 年度以降については、2011 年度 0.8%(1.0%)、2012 年度 2.4%(2.3%)と大きな予想の修正はない。2011 年度予想の若干の下方修正は、当初想定を上回るエコポイント商戦の盛り上がりによって、2010 年度に需要の先食いが生じるためである。

日本経済の推移と予測(年度)

前年比, %, %Pt	2009 実績	2010 予想	2011 予想	2012 予想
実質 GDP	▲2.4	3.3	0.8	2.4
国内需要	▲2.7	2.1	0.4	1.9
民間需要	▲5.0	2.6	0.5	2.7
個人消費	0.0	1.6	▲1.7	1.7
住宅投資	▲18.2	▲1.8	7.5	6.9
設備投資	▲13.6	5.2	7.5	5.7
在庫投資(寄与度)	(▲1.1)	(0.3)	(0.1)	(0.0)
政府消費	3.4	1.8	0.6	0.6
公共投資	14.2	▲4.4	▲1.4	▲7.8
純輸出(寄与度)	(0.3)	(1.5)	(0.5)	(0.7)
輸出	▲9.6	19.1	6.8	11.6
輸入	▲10.9	11.1	5.9	11.5

(資料)内閣府、経済産業省、総務省等より当社作成。

2009年度GDP確報による改訂(前年比、前期比、%)



(出所)内閣府

² 統計の作成上は、逆に年度や暦年をつくり、四半期分割が行われる。

³ 他に 2010 年 4～6 月期の上方修正も、2010 年度予想を押し上げる。