

Economic Monitor

5 四半期ぶりのマイナス成長も先行きには既に光明

(10~12月期の日本 GDP 統計)

10~12月期は輸出と個人消費の減少により5四半期ぶりのマイナス成長に転じた。1~3月期には輸出が再び増加し、鉱工業生産も反発に転じることから日本経済は足踏み状態から脱する見込みである。但し、エコポイント縮小により個人消費は低迷が続くため、経済全体の動きを示すGDP成長率は1~3月期も横ばいもしくは小幅マイナスに留まるだろう。

10~12月期は5四半期ぶりのマイナス成長

2010年10~12月期のGDP統計1次速報では、実質GDP成長率が前期比0.3%、年率1.1%と5四半期ぶりのマイナスに陥った。輸出が金融危機直後2009年1~3月期以来の減少に転じたことと一過性要因の剥落等による個人消費の減少がマイナス成長の主因である。また、公共投資の大幅減少も影響した。但し、市場コンセンサスの前期比年率▲2.1%（当社も同水準）からは上振れしており、マイナス成長ではありながらもポジティブ・サプライズと言える。市場コンセンサスと実績の乖離は、予測機関の多くがマイナスと見込んだ民間在庫の寄与度が前期比0.2%Ptと上振れしたためである。なお、2010暦年では前年比3.9%（2009年▲6.3%）と日本経済は3年ぶりのプラス成長に転じている。

1~3月期に足踏み状態から脱却も、個人消費は低迷継続

10~12月期マイナス成長の要因のうち、輸出については12月や1月上中旬の貿易統計で持ち直しが確認されており、2011年1~3月期には再び増加へ転じると見込まれる。鉱工業生産も、輸出持ち直しとエコカー補助金終了による悪影響の緩和を受けて、1~3月期は前期比5%程度と3四半期ぶりに増加する。輸出と生産が主導し、日本経済は1~3月期に足踏み状態から脱すると考えられる。

但し、10~12月期に7四半期ぶりの減少に転じた個人消費については1~3月期も冴えない動きが続くと予想している。1~3月期には12月以降の家電エコポイント付与縮小等の影響が最大となり、10~12月期は前期比3.1%と増勢を維持した耐久財消費が大きく落ち込むためである。12月の毎月勤労統計を見る限り、年末賞与が期待外れに留まったことも懸念される（12月の特別給与は前年比▲1.5%）。雇用情勢は緩やかな改善が続き、消費者マインドは持ち直しており、非耐久財消費やサービス消費は1~3月期に反発が期待できる

実質GDP成長率の推移

前期比, % Pt	2010年			10~12月	
	1~3月	4~6月	7~9月	前期比	寄与度
実質GDP	1.5	0.5	0.8	▲0.3	
(前期比年率%)	6.0	2.1	3.3	▲1.1	
(前年比%)	5.6	3.1	4.9	2.2	
国内需要	1.0	0.3	1.0	▲0.2	▲0.2
民間需要	1.5	0.4	1.4	0.0	0.0
個人消費	0.5	▲0.0	0.9	▲0.7	▲0.4
住宅投資	1.6	▲0.3	1.8	3.0	0.1
設備投資	0.7	2.9	1.5	0.9	0.1
在庫投資(寄与度)	(0.6)	(▲0.1)	(0.3)		0.2
公的需要	▲0.5	0.1	▲0.2	▲0.7	▲0.2
政府消費	▲0.3	1.1	0.3	0.2	0.0
公共投資	▲1.4	▲4.1	▲2.1	▲5.8	▲0.2
純輸出(寄与度)	(0.5)	(0.3)	(▲0.1)		▲0.1
輸出	6.6	5.3	1.5	▲0.7	▲0.1
輸入	3.0	4.0	2.9	▲0.1	0.0
名目GDP	1.7	▲0.6	0.6	▲0.6	
(前年比%)	2.7	1.1	2.7	0.6	
デフレーター(前年比%)	▲2.8	▲1.9	▲2.1	▲1.6	

(出所)内閣府

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、伊藤忠商事調査情報部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。見直しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事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。

ものの、耐久財消費の落ち込みを補うには至らないだろう。こうした個人消費の低迷を受けて、1~3 月期の実質 GDP 成長率は横ばいもしくは小幅マイナスに留まる可能性が高い。日本経済が足踏み状態から脱するとは言っても、経済全体に持ち直しの動きが広がるのはもう少し先である。

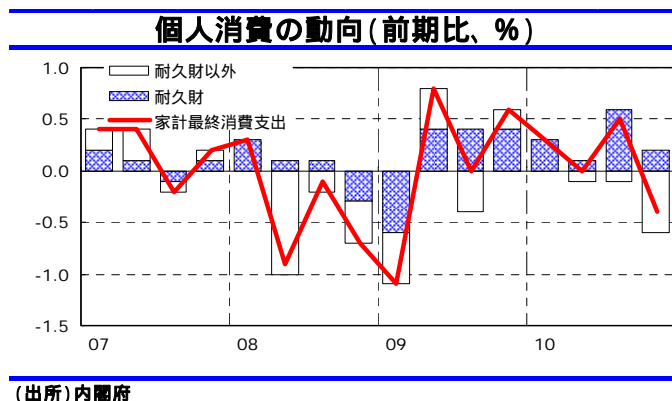
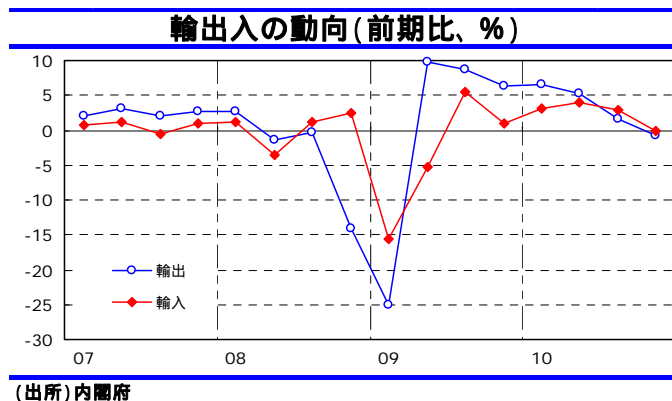
2011 年度成長率予想は 1.1%程度に

4~6 月期以降の日本経済については、緩やかな持ち直しが続く予想している。現時点で 2011 年度の成長率は 1.1%程度 (7~9 月期 2 次 QE 発表後の予想 0.8%)、2012 年度は 1.9%程度 (同 2.4%) と見込んでいる (暫定予想)。7~9 月期 2 次 QE 発表後の予想に比べ 2011 年度は上方修正となるが、これは①輸出底入れタイミングの前倒し (4~6 月期→1~3 月期) と②新車販売の早期リバウンドによる個人消費の上方修正、③補正予算執行による公共投資増加時期の後ズレ (1~3 月期→4~6 月期) によるものである。また、2012 年度の下方修正は、円高による価格競争力低下や内需低迷を受けて日本企業の海外流出が予想を上回るペースで進捗していることから、輸出と設備投資の見通しを引き下げたためである。正式な 2011・2012 年度の成長率見通しは 15 日の公表を予定している。

以下、10~12 月期の需要項目動向について見る。

輸出は 2009 年 4~6 月期から増加を続けてきたが、2010 年 10~12 月期に前期比▲0.7%とついに減少へ転じた。世界的な在庫復元の終了や景気対策の効果剥落に加え、円高進行による輸出競争力の低下や IT 分野での生産調整も影響したと考えられる。但し、既にアジア向けを中心に持ち直しの動きが確認でき、2011 年 1~3 月期は再び増加に転じる見込みである。一方、**輸入**は▲0.1%とほぼ横ばいだった。日本では国内生産に用いる生産財の輸入が多いため、輸出や生産の動向と輸入は連動しやすい。それにも関わらず、輸出と生産 (10~12 月期▲1.7%) が共に減少する下で輸入が横ばいに留まったのは、エコポイント商戦向けのデジタル家電 (テレビや BD レコーダー等) の輸入が増加したためである。輸出が減少、輸入は横ばいのため、**純輸出** (輸出-輸入) は縮小し、実質 GDP 成長率を前期比で 0.1%Pt 押し下げた。

個人消費は 7~9 月期の前期比 0.9%増加から一転、10~12 月期は▲0.7%と減少に転じた。エコカー補助金終了による自動車販売急減 (10~12 月期の国内自動車販売は前期比 32.7%) の影響はエコポイント商戦による薄型テレビ販売の増加 (10~12 月期の国内出荷は前期比 67.5%) により補われ、耐久財消費は 3.1%と当社予想通り増勢を維持した。しかし、猛暑需要やたばこ値上げ前の買い溜めの反動に加え、エコポイント対象製品の購入を優先したために、半耐久財 (3.6%) や非耐久財 (0.4%)、サービス (除く帰属家賃 0.4%) に対する支出が軒並み大きく落ち込んだ。12 月からの家電エコポイント付与縮小によりエコポイント商戦は急縮小しており、2011 年 1~3 月期は耐久財消費の急減が避け



られない。そのため、1～3月期も個人消費は低迷が続く可能性が高い。

公共投資は前期比▲5.8%（7～9月期▲2.1%）と4四半期連続で減少した。金融危機に対応した公共事業拡大により2009年4～6月期に急増した後は水準が徐々に切り下がっている。昨年11月末に成立した2010年度補正予算が効果をあらわすまでの端境期に入ったことも、10～12月期の大幅減少に繋がった。先行指標である請負統計の1月分までを見る限り、補正予算による公共投資執行の動きは未だ確認できない。補正予算による公共投資拡大は1～3月期ではなく4～6月期が中心になる可能性が高い。

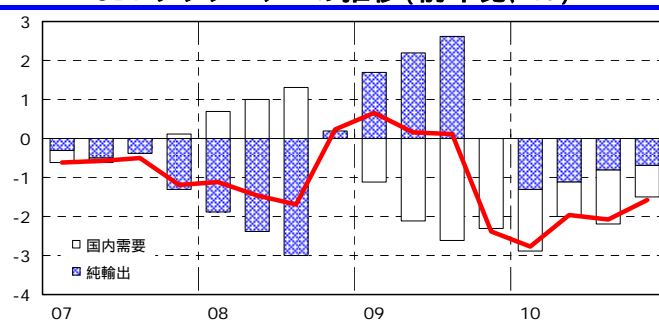
在庫投資は10～12月期に前期比0.2%Ptの押し上げ寄与を記録した。当社予想は▲0.2%Ptの押し下げ寄与であり、予想外である。製造業や卸売業の在庫増加が寄与したと推測される（在庫内訳は未公表）。

住宅投資は、住宅関連税制やローン金利引き下げ、住宅版エコポイントなどが寄与し、前期比3.0%（7～9月期1.8%）と2四半期連続で増加した。

設備投資は前期比0.9%（7～9月期1.5%）と5四半期連続で増加、回復基調にある。しかし、加速感はなく窺われない。これは、夏場以降の円高に伴う国内生産の競争力低下等を受けて、企業が生産拠点の海外シフトを進め、輸出や生産増加による得られた収益や売上増加の恩恵が海外へ流出し、国内投資には及びにくくなっているためであろう。今後も、設備投資は緩やかな増勢を維持するものの、日本経済を牽引するほどの力強さは見込めない。

GDPデフレーターは7～9月期の前年比▲2.1%から10～12月期は▲1.6%へマイナス幅が縮小した。エネルギーや生鮮食品の価格上昇による個人消費デフレーターのマイナス幅縮小（7～9月期1.6%、10～12月期1.2%）に加え、アジアの旺盛な需要を背景とした建設資材の値上がりで住宅投資や公共投資のデフレーターがプラス幅を広げたことも影響した。

GDPデフレーターの推移(前年比、%)



(出所)内閣府