

Economic Monitor

4～6月期の実質GDP成長率予想： 日本経済は年率 1.9%と3四半期連続のマイナス成長に

大震災を受けた民需と輸出の低迷により、4～6月期の日本経済は年率 1.9%と3四半期連続のマイナス成長に。輸出と消費の反転で7～9月期はプラス成長に転じる見込みだが、2012年には息切れの懸念も。

8月15日に2011年4～6月期のGDP統計一次速報が公表される。東日本大震災による民需と輸出の低迷を主因として、4～6月期の日本経済は前期比 0.5%、年率 1.9%と3四半期連続のマイナス成長を記録したと予想される。

4～6月期の最大の押し下げ要因は、輸出の減少である。サプライチェーン途絶に伴い自動車セクターを中心に供給制約が生じたため、3月及び4月に輸出が急減した。5月以降は持ち直しているが、輸出は4～6月期トータルで前期比 4.9%と、金融危機で急減した2009年1～3月期の 25.3%以来の大幅減少を余儀なくされた模様である。輸出減少は生産縮小を伴うため、通常であれば生産財輸入の減少に繋がり、輸出と輸入が平行に変動する。しかし今回は、国内生産を補うための代替輸入が増加したことから、輸入は 0.6%とほぼ横ばいに留まり、純輸出(輸出-輸入)が大幅に縮小、実質GDP成長率を前期比 0.7%Pt も押し下げたと予想される。また、個人消費も縮小が続いたと考えられる。供給制約の生じた自動車購入を除けば、消費は震災による落ち込みから早期に脱し、地デジ特需や節電特需の追い風もあり比較的堅調だった。しかし、自粛が大きく影響した外食や旅行などのサービス消費や自動車購入が低迷したため、個人消費全体では前期比 0.3%(1～3月期 0.6%)と3四半期連続の減少を記録、成長率を0.2%Pt押し下げたと見込む。

こうした4～6月期の3四半期連続マイナス成長は、大震災直後から官民を問わず、概ねコンセンサスとなっており、サプライズはないだろう。なお、当社では、3四半期連続のマイナス成長に加え、大震災前から個人消費が低迷していたことも踏まえ、日本経済は短期の景気後退局面にあったと判断している。

但し、マイナス成長は予想通りとしても、4～6月期の成長の内容は震災直後の想定とはやや異なる。まず、民間側の努力によって工場設備ひいてはサプライチェーンの復旧が早急に進み、輸出は前述のとおり大幅減

実質GDP成長率の推移と予想

前期比,%,%Pt	2010年		2011年	2011年4～6月	
	7～9月	10～12月	1～3月期	前期比	寄与度
実質GDP	0.9	▲0.7	▲0.9	▲0.5	
(前期比年率%)	3.6	▲2.9	▲3.5	▲1.9	
(前年比%)	5.0	2.2	▲1.0	▲1.9	
国内需要	1.1	▲0.6	▲0.7	0.2	0.2
民間需要	1.5	▲0.6	▲1.1	▲0.1	▲0.1
個人消費	0.8	▲1.0	▲0.6	▲0.3	▲0.2
住宅投資	1.9	3.2	0.7	▲2.3	▲0.1
設備投資	1.0	0.0	▲1.3	▲0.4	▲0.1
在庫投資(寄与度)	(0.5)	(0.0)	(▲0.4)		0.2
公的需要	▲0.3	▲0.6	0.6	1.3	0.3
政府消費	0.3	0.4	0.9	1.1	0.2
公共投資	▲2.5	▲6.0	▲1.4	2.3	0.1
純輸出(寄与度)	(▲0.1)	(▲0.1)	(▲0.2)		▲0.7
輸出	1.6	▲0.8	0.7	▲4.9	▲0.8
輸入	2.9	▲0.3	1.9	▲0.6	0.1
名目GDP	0.6	▲0.9	▲1.3	▲1.8	
(前年比%)	2.8	0.5	▲2.9	▲4.2	
デフレーター(前年比%)	▲2.1	▲1.6	▲1.9	▲2.3	

(出所)内閣府

少ではあるが、減少幅は震災直後に考えられていたよりも、小幅に留まった。そうした早期の生産能力復旧を日本企業の強さの証明として株価が上昇し、また消費者マインドの改善に繋がったこともあり、個人消費の4~6月期落ち込み幅も想定よりはマイルドと言える。そうした上振れがある一方で、震災からの復旧や復興のための投資には出遅れが目立つ。4~6月期の公共投資は小幅の増加に過ぎず、民間側の設備投資もほぼ横ばいに留まる見込みである。こうした投資出遅れの背景には、津波により大量に発生した瓦礫の撤去や整地に多大な時間を要したという拠り所無い事情もあるが、一次補正予算策定の遅れに加え、政府サイドの連携ミスや政策面での混乱により、官民共に4~6月期に投資実施まで漕ぎ着けなかったという部分が大きいだろう。

4~6月期迄の3四半期連続のマイナス成長から一転、7~9月期の日本経済は大幅なプラス成長が確実である。4~6月期を大きく押し下げた輸出と個人消費だが、月次で見れば5月、6月と急速に持ち直しており、7~9月期はプラスのゲタを履いている。共に、7~9月期は増加が期待できる。加えて、出遅れていた投資も、一次補正予算に盛り込まれた公共投資を中心に、漸く増勢が明確化すると見込まれる。

7~9月期に大幅なプラス成長が見込まれる一方で、懸念が高まっているのは、政治混乱の下で政府や地方自治体が打つべき次の一手が遅れるリスクである。一次補正予算に盛り込まれた公共投資は2011年中にほぼ出尽くす。そのため本格的な復興計画が反映される三次補正予算がいつ策定され、いつ国会を通過し、いつ実行に移されるかが、2012年以降を考える上では極めて重要と言える。政府・民主党は三次補正予算の提示タイミングを早くとも9月と考えている模様だが、現在の政治混乱を考えれば、提示や成立が遅れるリスクは高い。また、輸出や個人消費も、年末年始にかけて増勢が鈍化もしくは息切れする可能性が否定出来ない。輸出については、サプライチェーン復旧を受けた自動車輸出の持ち直しが年明けにかけて一巡する見込みである。個人消費については、地デジ特需や節電特需は7月までで一巡、8月には剥落が予想される。7~9月期は自動車販売の復調が特需剥落を補うものの、10~12月期には息切れしてしまうリスクがあるだろう。こうした民需や海外需要の先行きを踏まえれば、切れ目ない復興投資の実施こそが、日本経済にとって極めて重要なのだが、政治サイドには十分な緊張が感じられない。

4~6月期の需要項目別予想

個人消費：地デジ特需や節電特需（省エネ家電、夏季衣料、涼感製品など）に加え、被災によって逸失した家財を補充する動きもプラスに寄与し、財消費は堅調だった。しかし、震災後の自粛ムードが響き、外食や旅行などサービス消費の戻りが鈍いため、個人消費全体では前期比▲0.3%と3四半期連続の減少。

住宅投資：余震が続く下で住宅投資が手控えられ、被災地へ優勢的に資材が振り向けられたことが被災地以外での住宅投資の抑制にも繋がった模様である。住宅投資は、前期比▲2.3%と4四半期ぶりの減少。

設備投資：設備復旧などの投資は行われたものの、震災直後の混乱や不透明感の高まりを受けた投資先送りが響き、前期比▲0.4%と2四半期連続の減少。但し、資本財出荷などの動きを見る限り、4以降は速いペースで回復しており、7~9月期には増加に転じる見込み。

在庫投資：供給制約を受けた在庫取り崩しが縮小し、プラス寄与。なお、一次推計段階では基礎統計が揃わないため、過小推計の可能性（二次推計で上振れする可能性）がある。

公共投資：仮設住宅建設などの復旧投資により、前期比 **2.3%**と **6** 四半期ぶりの増加。

政府消費：災害救助や被災地支援などにより、前期比 **1.1%**と **2** 四半期連続の増加。

輸 出：サプライチェーン途絶による自動車輸出の急減や、世界的な **IT・デジタル**分野の在庫調整による電気機器輸出の低迷により、前期比 **▲4.9%**と大幅に減少。

輸 入：生産減少の下ではあったが、国内生産を補うための代替輸入が寄与し、前期比 **▲0.6%**と小幅減少に留まる。