

Economic Monitor

4～6月期の日本経済はマイナス成長継続も下げ止まりの動き (4～6月期の日本GDP統計)

4～6月期の日本経済は年率 1.3%と3四半期連続のマイナス成長。但し、予想対比では、民需健闘で小幅上振れ。消費や輸出の反転により7～9月期は大幅なプラス成長が見込まれるも、2012年にかけて息切れの懸念。

3四半期連続のマイナス成長も持ち直しの動き

2011年4～6月期の日本経済は前期比 0.3%、年率 1.3%と3四半期連続のマイナス成長を記録した。但し、大震災による急激な落ち込みから日本経済が持ち直しへ転じつつあることを反映し、成長率のマイナス幅は1～3月期年率 3.6%から大きく縮小している。また、市場コンセンサスの前期比 0.6%及び当社予想の 0.5%を上回った。当社予想との比較で主要な上振れ要因を見ると、個人消費前期比 0.1% (当社予想 0.3%)、在庫寄与度 0.3%Pt (0.2%Pt)、設備投資 0.2% (0.4%) など民需項目が小幅に上振れしている。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を踏まえ、日本経済が短期の景気後退局面にあったと判断している。

4～6月期マイナス成長の主因は、言うまでもなくサプライチェーン途絶に伴う輸出急減である。自動車セクターを中心に供給制約が生じ、3月及び4月に輸出が急減した。5月以降は持ち直したものの、4～6月期トータルでは前期比 4.9%(1～3月期 0.0%)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、輸出だけで実質GDP成長率を0.8%Ptも押し下げている。なお、輸入は前期比 0.1% (1～3月期 1.5%)とほぼ横ばいのため、輸出から輸入を控除した純輸出の寄与度も輸出と同じ 0.8%Ptである。

内需が健闘

輸出の落ち込みを相当程度補ったのは、国内需要とりわけ公需である。復旧投資による公共投資増加(前期比 3.0%)や被災地支援に伴う政府消費拡大(0.5%)により公需は前期比 0.9% (1～3月期 0.6%)と高い伸びを示し、成長率を 0.2%Pt 押し上げた。また民需も 0.3% (1～3月期 1.1%)と3四半期ぶりに拡大、成長率を 0.2%Pt 押し上げているが、そのうち 0.3%Pt は在庫投資の寄与である。在庫投資の大幅押し上げ寄与は、1～3月期に生じた大震災に伴う在庫取り崩しという特殊要因が4～6月期

実質GDP成長率の推移

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	1.0	▲0.6	▲0.9	▲0.3	
(前期比年率%)	3.9	▲2.5	▲3.6	▲1.3	
(前年比%)	5.0	2.1	▲1.0	▲1.3	
国内需要	1.3	▲0.6	▲0.7	0.4	0.4
民間需要	1.7	▲0.6	▲1.1	0.3	0.2
個人消費	0.9	▲0.9	▲0.6	▲0.1	0.0
住宅投資	2.1	2.8	0.2	▲1.9	▲0.1
設備投資	1.1	0.1	▲1.4	0.2	0.0
在庫投資(寄与度)	(0.5)	(0.0)	(▲0.3)		0.3
公的需要	▲0.1	▲0.6	0.6	0.9	0.2
政府消費	0.5	0.4	0.9	0.5	0.1
公共投資	▲2.2	▲5.8	▲1.0	3.0	0.1
純輸出(寄与度)	(▲0.2)	(▲0.1)	(▲0.2)		▲0.8
輸出	0.7	▲1.0	0.0	▲4.9	▲0.8
輸入	2.6	▲0.6	1.5	0.1	0.0
名目GDP	0.6	▲1.0	▲1.5	▲1.6	
(前年比%)	2.8	0.5	▲2.9	▲3.5	
デフレーター(前年比%)	▲2.1	▲1.6	▲1.9	▲2.2	

(出所)内閣府

に剥落したために生じている（そのため7～9月期に大きな反動はない）。

地デジ、節電特需が消費をサポート

民間最終需要では、個人消費が前期比 0.1%（1～3月期 0.6%）と概ね下げ止まった。震災後の食料品等買い溜めの反動から非耐久財は 2.4%（1～3月期 2.7%）と大幅な反動減を余儀なくされ、旅行や外食の自粛によりサービス消費も 0.4%（1～3月期 1.0%）と2四半期連続の減少を記録した。一方、地デジ移行に伴う薄型テレビ購入や節電のためのエアコンや冷蔵庫購入が急増し、供給制約による自動車販売の低迷を補ったことから、耐久財消費が 6.1%（1～3月期 9.2%）と2四半期ぶりに増加、また節電のための夏物衣料好調で半耐久財消費も 3.8%（1～3月期 0.7%）と大きく伸びた。こうした耐久財消費や半耐久財消費の増加により、4～6月期の個人消費は概ね横ばいになったと言える。他の民需項目では、民間住宅投資が、仮設住宅向けの資材優先や震災後の住宅建設手控えにより 1.9%（1～3月期 0.2%）と4四半期ぶりに減少した一方、設備復旧のための投資増加により民間企業設備投資は 0.2%（1～3月期 1.4%）と小幅ながらも増加に転じている。

4～6月期は想定に沿った動き、7～9月期の大幅プラス成長に

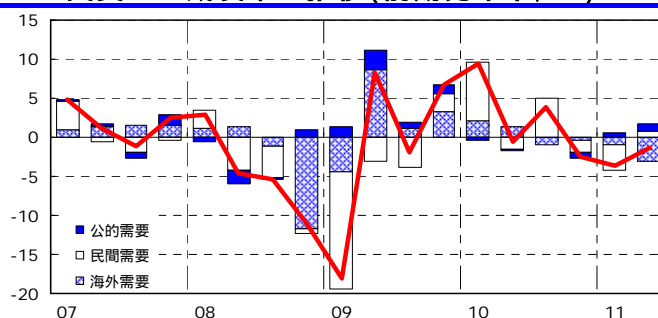
ヘッドラインの成長率は予想より若干上振れたが、4～6月期の成長の中身は、生産・輸出・個人消費などの各月次指標から想定された持ち直しの動きに概ね沿っており、2011年度の日本経済に関する当社の認識に大きな変更を迫るものではない。日本経済はサプライチェーン復旧に伴う輸出回復と自粛ムード緩和などによる消費持ち直し、加えて一次補正予算に計上された復興投資の本格化もあり、7～9月期には想定通り大幅なプラス成長に復帰する見込みである。なお、月次指標を見る限り、7～9月期の成長ペースは当社の従来想定である7%強を若干上回る8%に達する可能性が高い。

10～12月期以降の懸念材料が増大

7～9月期に大幅なプラス成長が見込まれる一方で、10～12月期以降については様々な懸念材料がある。第一は、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、現在の政治混乱や民主党代表選、大連立の有無などを考えると、提示や成立が遅れるリスクは高い。

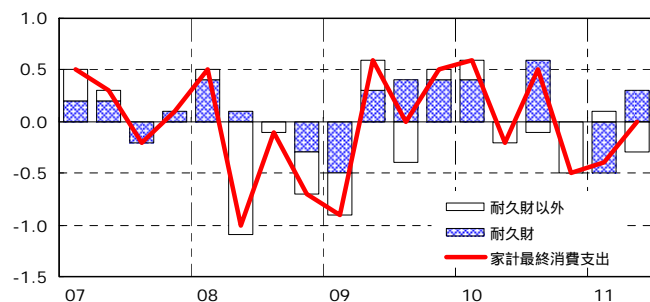
第二は、円高の悪影響である。ドル円レートは多くの輸出企業の想定レートとされる80円を上回る円高水準で推移、電力供給や電力コスト上昇に対する懸念と相俟って、製造業の海外流出が加速するリスクが高まっている。これは2011年度後半の雇用所得環境や、2012年度にかけての設備投資にとってマイナス

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

に働く。

第三は、輸出や個人消費の息切れである。まず、輸出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により 7~9 月期の急増はほぼ確定だが、年明けにかけて増勢が鈍化すると見込まれる。その後は増加基調こそ維持するものの、世界経済減速と円高による採算悪化の下で大幅な加速は期待できない。個人消費は 10~12 月期以降に懸念がある。上述の通り、4~6 月期の個人消費を押し上げた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そうした特需剥落を補うものの、10~12 月期にはやはり息切れしてしまうリスクがある。

成長率予想は 2011 年度 0.6%据え置き、2012 年度下方修正の方針

日本経済の成長率に関する当社の従来予想は 2011 年度 0.6%、2012 年度 2.5%である。2011 年度については 4~6 月期に加えて、7~9 月期も若干上振れる一方、10~12 月期以降に下振れのリスクがあるが、両者は概ね相殺し合う。そのため、2011 年度の成長率予想については 0.6%で据え置く方針である。一方、2012 年度については、マイナス要因が明らかに増加している。上述の懸念材料、特に円高の悪影響を踏まえ、2012 年度の成長率について従来予想の 2.5%から小幅下方修正を行う方針である。

成長率予想を含む新しい日本経済の見通しについては、今週発行予定の「日本経済情報 8 月号」にてお知らせする。