

Economic Monitor

所 長 三輪裕範 03-3497-3675 miwa-y@itochu.co.jp
主任研究員 丸山義正 03-3497-6284 maruyama-yo@itochu.co.jp

7～9 月期の日本経済はかりそめの高成長

7～9 月期成長率は年率 6.0%と市場予想に一致も、2011 年前半の上方修正を加味すれば寧ろ上振れ。サプライチェーン復旧を受けた輸出と個人消費の大幅増加に加え、民需が総じて堅調に推移。しかし、既に回復のモメンタムは大きく鈍化しており、10～12 月期の日本経済はゼロ成長程度まで減速する見込み。7～9 月期までの日本経済は概ね当社予想どおりだが、輸出を取り巻く環境の想定以上の悪化を踏まえ、2011 年度と 2012 年度の成長率予想を若干下方修正する予定。

コンセンサス通りだが遡及改訂も加味すれば上振れ

日本経済の 7～9 月期の実質GDP成長率は前期比 1.5%、年率 6.0%と 4 四半期ぶりにプラスへ転じた。市場コンセンサスの年率 5.9%（当社予想 7.0%）に概ね一致し、サプライズはない。但し、遡及改定により、2011 年入り後は 1～3 月期が前期比▲0.9%から▲0.7%へ、4～6 月期は▲0.5%から▲0.3%へ上方修正されている。2011 年 4～6 月期のGDP水準は、修正前には 2010 年度を 1.1%下回っていたが、修正後は 0.8%下回るに留まる。2010 年 1～3 月期と 4～6 月期の上方修正を加味すれば、7～9 月期の成長率は寧ろ若干の上振れとも言える内容である¹。遡及改定には季節調整のかけ直しに加え、2010 年基準消費者物価指数の反映が影響したと考えられる。改定により 2010 年度の成長率も 2.3%から 2.4%へ上方修正された。

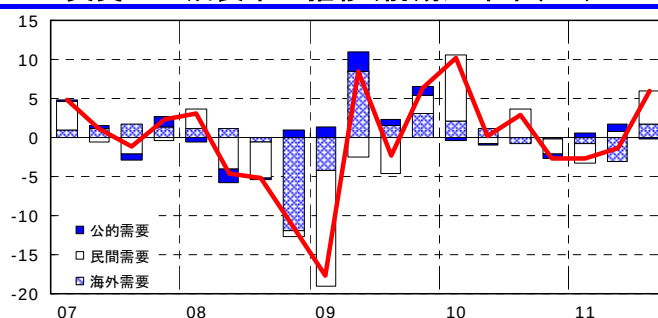
10～12 月期はゼロ%近くまで再減速の見込み

後に詳述するように、高成長は 7～9 月期の 1 四半期で終わり、輸出と個人消費の急減速により、10～12 月期の日本経済は再びゼロ%程度まで成長率が低下する可能性が高い。2012 年 1～3 月期以降については、第三次補正予算に計上された復興投資などの寄与により、日本経済は緩やかな拡大を続けるとメインシナリオでは予想している。2012 年度は 2%弱、2013 年度は 1%台後半の成長を見込むものの、リスク要因には事欠かない。欧州ソブリン問題という世界共通のリスクに加え、タイの水害による日本企業への悪影響や円高の再進行、復興増税による負担など、日本独自のリスク要因もある。7～9 月期の高成長よりも、10～12 月期の減速、ひいてはリスク要因の動向などに目を配ることが肝要である。

輸出が最大の押し上げ寄与

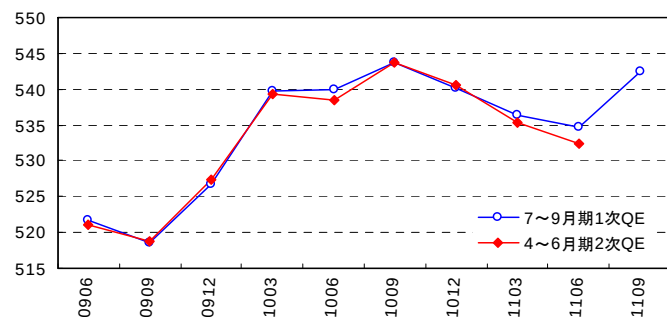
7～9 月期の内訳を見ると、最大の押し上げ要因は、輸出の持ち直しである。サプライチェーン復旧によ

実質GDP成長率の推移(前期比年率、%)



(出所)内閣府

実質GDPの改訂度合い(年率、兆円)

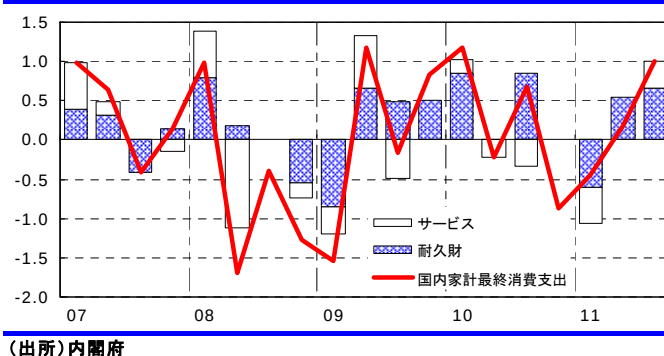


(出所)内閣府

¹ 実質 GDP は、新統計で 2011 年度上期平均が 2010 年度平均を 0.3%下回る。旧統計で同様の結果となるためには 7～9 月期が前期比 2.1%、年率 8.6%成長する必要がある（4～6 月期までは固定）。

り自動車セクターの生産が回復、輸出の前期比 6.2% (4~6 月期▲5.0%) もの大幅増加に繋がった。輸出だけで成長率を 0.9%Pt も押し上げている。一方、輸入も、原発停止に伴う発電用燃料輸入の増加などが寄与し、3.4% (4~6 月期 0.1%) と高い伸びを示したものの、輸出の伸びを下回ったため、輸出から輸入を差し引いた純輸出は成長率を 0.4%Pt 押し上げている。純輸出の押し上げ寄与は 5 四半期ぶりである。

個人消費の動向(前期比、%)



個人消費では耐久財とサービスが好調

輸出と並んで成長率を大きく押し上げたのは、個人消費である。個人消費は前期比 1.0%と、2010 年 1~3 月期以来の大幅増加を記録し、実質 GDP 成長率を 0.6%Pt も押し上げた。なお、4~6 月期が▲0.1%から 0.2%へ上方修正されたため、個人消費の増加は 2 四半期連続となる。内訳では、地デジ移行特需の反動による薄型テレビ販売の落ち込みはあったものの、前述した自動車セクターの生産回復が供給制約の緩和に繋がり自動車販売が大幅に増加したため、耐久財消費が 8.4% (4~6 月期 7.3%) と 2 四半期連続で高い伸びを示し、個人消費を 0.7%Pt 程度も押し上げた(寄与度は当社試算)。また、自粛ムードの一巡で外食や旅行などのサービス消費も 3 四半期ぶりの増加に転じ(4~6 月期▲0.2%→7~9 月期 0.7%)、個人消費を 0.3%Pt 程度押し上げている。逆に、低調だったのは半耐久財と非耐久財である。半耐久財(4~6 月期 2.6%→7~9 月期 0.8%)は 4~6 月期に衣料品販売が節電特需で急増した反動で低い伸びに留まり、非耐久財は節電によるエネルギー消費減少が響き、▲0.5% (4~6 月期▲2.1%) と 2 四半期連続で減少した。

民需は投資関連も総じて堅調

個人消費以外の民需項目も、7~9 月期は総じて堅調である。生産活動の回復を受けて、設備投資が前期比 1.1% (4~6 月期▲0.5%) と 4 四半期ぶりの、住宅投資は 5.0% (4~6 月期▲1.1%) と 2 四半期ぶりの増加に転じた。特に住宅投資は、大震災を受けて抑制されていた住宅投資の再開に加え、住宅エコポイントや住宅ローン金利優遇に伴う駆け込みが寄与し、1999 年 4~6 月期の 6.6%以来の大幅増加である。また、供給制約の緩和に伴い、在庫圧縮が止まったことで、在庫投資も実質 GDP 成長率に対し前期比寄与度 0.2%Pt のプラス寄与を示した。民需全体では、前期比 1.4% (4~6 月期 0.2%) と大幅に増加、実質 GDP 成長率を 1.1%Pt 押し上げている。

仮設住宅の建設一巡で公共投資が減少

一方、公需は前期比▲0.1% (4~6 月期 1.2%) と小幅ながらも 3 四半期振りの減少に転じた。災害救助や被災地支援などの縮小により政府消費の伸びが 0.4% (4~6 月期 0.7%) へ鈍化、4~6 月期に 3.7%と大きく伸びた公

実質GDP成長率の推移

前期比、%、%Pt	2010年			2011年7~9月	
	10~12月	1~3月	4~6月	前期比	寄与度
実質GDP	▲0.7	▲0.7	▲0.3	1.5	
(前期比年率%)	▲2.7	▲2.7	▲1.3	6.0	
(前年比%)	2.3	▲1.0	▲1.1	▲0.0	
国内需要	▲0.6	▲0.5	0.5	1.0	1.0
民間需要	▲0.6	▲0.8	0.2	1.4	1.1
個人消費	▲0.9	▲0.5	0.2	1.0	0.6
住宅投資	2.1	1.4	▲1.1	5.0	0.1
設備投資	▲0.1	▲1.1	▲0.5	1.1	0.1
在庫投資(寄与度)	(0.0)	(▲0.2)	(0.2)		0.2
公的需要	▲0.6	0.6	1.2	▲0.1	0.0
政府消費	0.4	0.9	0.7	0.4	0.1
公共投資	▲5.9	▲1.1	3.7	▲2.8	▲0.1
純輸出(寄与度)	(0.0)	(▲0.2)	(▲0.8)		0.4
輸出	▲0.5	0.2	▲5.0	6.2	0.9
輸入	▲0.2	1.7	0.1	3.4	▲0.5
名目GDP	▲0.9	▲1.1	▲1.5	1.4	
(前年比%)	0.5	▲2.9	▲3.2	▲1.9	
デフレーター(前年比%)	▲1.7	▲1.9	▲2.2	▲1.9	

(出所)内閣府

共投資は▲2.8%の減少へ転じている。公共投資の減少は、復興投資の進捗の遅れもあるが、4～6 月期を押し上げた仮設住宅建設が一巡した影響が大きいと考えられる。

輸出を取り巻く環境の想定以上の悪化を踏まえ、成長率予想を下方修正

7～9 月期の前期比 1.5%もの高成長は、大震災からの持ち直しが集中して顕現化したことによるものである。但し、月次ベースで見ると、真にモメンタムが強かったのは 6 月までであり、7～9 月期はゲタにより押し上げられている部分が大きい。成長率の最大の押し上げ要因と見込まれる輸出について、当社試算の実質財輸出を見ると、5 月前月比 5.5%、6 月 7.9%と急増した後は、7 月 1.7%、8 月 0.4%、9 月 2.9%とモメンタムが大きく鈍化している。輸出の減速は、大震災からのリバウンド一巡に加え、世界経済減速や円高などが影響したものだが、モメンタム鈍化は輸出に限った動きではない。復興消費の一巡や、地デジ移行や節電特需の一服により、個人消費も月次ベースでは既に増勢が大きく鈍化している。高成長は 7～9 月期の 1 四半期で終わり、輸出と個人消費の急減速により、10～12 月期の日本経済は再びゼロ%程度まで成長率が低下する可能性が高い。2012 年 1～3 月期以降については、第三次補正予算に計上された復興投資などの寄与により、日本経済は緩やかな拡大を続けると、当社はメインシナリオにおいて予想している。冒頭で述べたとおり、7～9 月期の成長率は当社想定²を幾分下回ったが、1～3 月期と 4～6 月期の上方修正を加味すれば 2011 年度上期の日本経済は概ね想定通り（寧ろ若干強め）である。しかし、先進国経済の減速や円高の進行などにより、先行きの輸出を取り巻く環境が当初想定よりも悪化したことを踏まえ、年度の成長率予想を 4～6 月期 2 次 QE 公表時点（2011 年度 0.5%、2012 年度 2.2%、2013 年度 1.7%）から若干引き下げる予定である。現時点の概算では、2011 年度成長率が 0.3%程度、2012 年度は 2%弱、2013 年度は 1%台後半と想定している。改訂見通しの詳細は別途レポートにてお知らせする。

² 当社予想は 4～6 月期 2 次 QE 時点で前期比年率 8.0%、7～9 月期 1 次 QE 予想は 7.0%。なお、脚注の 1 に示したとおり旧統計で新統計と同様の 2011 年度上期成長率となるためには、4～6 月期が年率 8.6%で成長する必要がある。これは当社の 4～6 月期 2 次 QE 時点の想定 8.0%を若干だが上回る。