

# 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

## 2011年10～12月期の日本経済は輸出低迷でマイナス成長

10～12月期の日本経済は、世界経済の減速や円高などを受けた輸出の減少と、先行き不透明感を映じた在庫圧縮により前期比 0.6%、年率 2.3%のマイナス成長に転落。但し、個人消費や設備投資の底堅さは先行きにとってポジティブ。民需の増勢維持に加え、在庫圧縮ペースの緩和、補正予算の執行による公需増加もあり、2012年1～3月期にはプラス成長へ復帰する見込み。

10～12月期成長率は前期比年率 2.3%

2011年10～12月期のGDP統計一次速報によると、世界経済の減速や円高、タイ大洪水を受けた輸出の低迷と在庫圧縮が響き、実質GDP成長率は前期比 0.6%、年率 2.3%と2四半期ぶりのマイナスに転じた。当社予想の前期比年率 2.2%には概ね一致したが、市場コンセンサスの 1.3%は大きく下回り、ネガティブ・サプライズである。

なお、暦年ベースの成長率は、金融危機からのリバウンドで4.4%の高成長を記録した2010年から一転、2011年は 0.9%の2年ぶりのマイナス成長へ転落した。大震災に加え、年後半の海外経済低迷や円高進行による輸出減速が響いた。

### 輸出の落ち込みが最大の押し下げ要因

10～12月期マイナス成長の主因は、輸出の落ち込みである。10～12月期の輸出は前期比 3.1%（7～9月期 8.6%）と2四半期ぶりの減少に転じた。円高により日本製品の価格競争力が低下しているところに、世界経済の減速が追い打ちをかけ、輸出減少に繋がった。仕向け地別には、ソブリン問題の深刻化に伴い欧州向け輸出が大きく落ち込んだほか、アジア各国の欧州向け輸出低迷により、アジア向けの電子部品や素材など生産財の輸出も振るわなかった。また大洪水を受けてタイ向けの自動車部品や電気製品輸出が減少した影響もある。一方、輸入は、7～9月期の前期比 3.4%から減速こそしたものの、10～12月期も 1.0%と拡大を続け、10四半期連続の増加を記録している。原発停止に伴う発電用燃料の輸入や、円高で価格競争力の高まった機械機器の輸入が拡大した。輸出の減少と輸入の増加により、10～12月期に純輸出は実質GDP成長率に対し 0.6%Ptの押し下げ寄与へ転じた（7～9月期は 0.8%Ptの押し上げ寄与）。

### 実質GDP成長率の推移

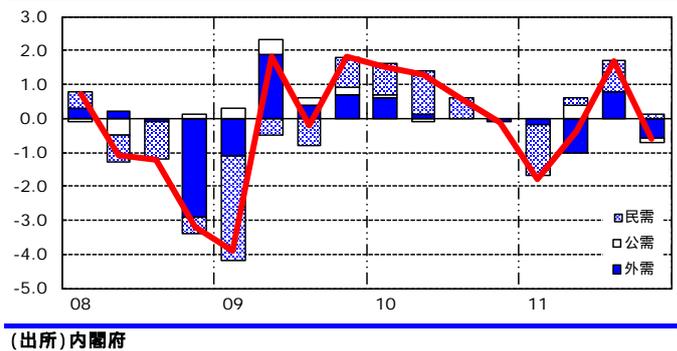
前期比,%,%Pt	2011年			10～12月	
	1～3月	4～6月	7～9月	前期比	寄与度
実質GDP	▲1.8	▲0.4	1.7	▲0.6	
(前期比年率%)	▲6.8	▲1.5	7.0	▲2.3	
(前年比%)	▲0.3	▲1.7	▲0.5	▲1.0	
国内需要	▲1.6	0.7	0.9	0.1	0.1
民間需要	▲2.1	0.3	1.3	0.2	0.1
個人消費	▲1.1	0.3	1.0	0.3	0.2
住宅投資	1.6	▲2.5	4.5	▲0.8	0.0
設備投資	▲0.5	▲0.2	▲0.0	1.9	0.2
在庫投資(寄与度)	(▲0.9)	(0.1)	(0.2)		▲0.3
公的需要	▲0.1	1.8	▲0.0	▲0.2	▲0.1
政府消費	0.4	0.7	0.3	0.3	0.1
公共投資	▲2.5	6.6	▲1.6	▲2.5	▲0.1
純輸出(寄与度)	(▲0.2)	(▲1.0)	(0.8)		▲0.6
輸出	▲0.3	▲6.2	8.6	▲3.1	▲0.5
輸入	1.0	0.3	3.4	1.0	▲0.2
名目GDP	▲1.9	▲1.5	1.5	▲0.8	
(前年比%)	▲2.2	▲4.0	▲2.6	▲2.6	
デフレーター(前年比%)	▲1.9	▲2.3	▲2.1	▲1.6	

(出所)内閣府

## 先行き不透明感とタイ洪水が在庫を押し下げ

10～12月期のGDP統計で最も驚いたのは、在庫投資の前期比 0.3%Pt もの大幅なマイナス寄与である。素材セクターでの生産財在庫積み上がり、世界経済の先行き不透明感を受けた加工セクターの生産財や最終財の在庫圧縮が相殺し合い、ゼロ寄与と予想していたが、不透明感を受けた在庫圧縮の動きが勝った模様である。加えて、タイ大洪水によるサプライチェーン寸断に伴う在庫減少の影響もあるだろう。

実質GDP成長率の推移(前期比、%)



## 民間最終需要は底堅い

海外からの逆風に晒される中で、10～12月期に底堅く推移したのが民間需要である。民間全体では前期比0.2%(7～9月期1.3%)の小幅増加に留まるが、上述の在庫投資を除いた民間最終需要ベースでは0.5%(7～9月期1.0%)の伸びを確保した。内訳では、住宅投資こそ、住宅エコポイント(着工期限7月末)や住宅ローン金利優遇(フラット35Sの金利優遇措置は9月末)の適用を狙った駆け込み需要を受けて7～9月期に前期比4.5%と急増した反動により、10～12月期は0.8%と減少に転じたものの、個人消費は0.3%と3四半期連続の増加を確保、設備投資は1.9%と5四半期ぶりの増加へ転じている。なお、10～12月期に減少した住宅投資も、先行指標である住宅着工は足元で再び持ち直しており、2012年前半には再び増勢を回復することが期待される。

## 個人消費はサービスを中心に増勢維持

個人消費は7～9月期前期比1.0%が、10～12月期は0.3%に減速した。しかし、7～9月期の個人消費を押し上げた大震災後の被災地での復興消費や地デジ移行などの特殊要因が剥落したにも関わらず、増勢を維持しており、10～12月期については寧ろ底堅いとの評価が可能である。内訳をみると、財消費が低調な一方、サービス消費が堅調に推移し、消費全体を下支えしている。財消費では、非耐久財が0.9%(7～9月期0.3%)と増勢を維持したものの、耐久財は1.9%(7～9月期0.2%)と、半耐久財も0.2%(2.1%)と減少に転じた。耐久財では、供給制約の解消により自動車販売は増加を続けたものの、地デジ移行特需の反動が四半期ベースで最大となったために薄型テレビやハードディスクレコーダーなどを中心に家電販売が大きく落ち込んだ。また、半耐久財では、衣料品販売が振るわなかった模様である。一方、東日本大震災に伴う自粛ムードの後退が、7～9月期に続き、サービス消費の拡大に繋がったと考えられる。消費関連統計によると、外食や旅行、宿泊関連、学習支援、医療・福祉など幅広い分野で支出拡大が確認できる。エコカー販売の好調などを受けて、1～3月期も個人消費はプラスの伸びを確保すると見込まれるが、雇用所得環境の改善は極めて緩慢なため、過度の期待もまた禁物である。

## 設備投資は漸く増加に転じる

GDP統計ベースの設備投資は7～9月期まで4四半期連続で減少してきたが、10～12月期は前期比1.9%と漸く増加に転じた(7～9月期0.0%)。東日本大震災を受けて先送りされていた投資案件が漸く実行に移されたほか、被災設備の復旧に向けた補修なども寄与したと考えられる。なお、GDP統計ベースの設備投資は、上述の通り7～9月期まで4四半期連続減少しているが、需要側統計である法人企業統計の歪みにより、実態を反映していない可能性が高い。カバレッジの広い供給側統計である全産業供給指数の設

備投資は7~9月期に前期比4.6%増加、10~11月平均も7~9月期を2.4%上回っている(12月データは未公表)。当社は、設備投資の実勢は供給側統計の動きに近いと判断している。

## 公共投資は端境期

公需は前期比0.2%(7~9月期0.0%)と2四半期連続で減少した。政府消費は前期比0.3%(7~9月期0.3%)と増勢を維持したものの、公共投資が2.5%(7~9月期1.6%)と2四半期連続で減少したのが響いた。公共投資の7~9月期減少は、4~6月期に集中した仮設住宅建設の反動と考えられたが、10~12月期の減少は第1次補正予算と第3次補正予算の端境期に当たったことが原因と推測される。昨年11月に成立した総額12兆円の第3次補正予算の執行は、2012年1月以降が中心になると見込まれる。

## GDPデフレーター、消費デフレーターともにマイナス

GDPデフレーターは前期比0.2%(7~9月期0.2%)と12四半期連続のマイナス、個人消費デフレーターも0.3%(7~9月期0.1%)と3四半期連続のマイナスを記録した。日本経済のデフレ基調は継続している。但し、暦年ベースでみると、2011年は、GDPデフレーターこそ2.0%(2010年2.1%)とマイナス幅は前年並みだが、個人消費デフレーターは1.1%(2010年1.7%)へ下落幅が縮小した。CPIの前年比がゼロ近傍で推移していることも踏まえれば、デフレ圧力は幾分和らいていると推測される。

## 1~3月期はプラス成長へ復帰も、浮揚感は乏しい

マイナス成長は2011年10~12月期の1四半期で終了し、2012年1~3月期にはプラス成長を回復すると見込まれる。民需が増勢を維持することに加え、タイ大洪水の悪影響が終息し輸出減少や在庫圧縮のペースが多少なりとも和らぐことが想定されるためである。加えて、第3次補正予算の執行により公需も増加すると考えられる。4~6月期以降も基本的にはプラス成長の継続を当社では予想しており、日本経済は2012年及び2012年度に1%台後半のプラス成長へ復帰する見込みである(2011年度は小幅のマイナス成長を想定)。

但し、欧州ソブリン問題を中心とする海外要因が日本経済を圧迫する構図は、当面変わらない。また、昨夏以降の大幅な円高の悪影響もラグをもって強まってくる。そのため、1~3月期からプラス成長に復帰するとは言っても、浮揚感の乏しい展開が続くことが避けられない。加えて、引き続き下振れリスクに注意を払わざるを得ない。世界共通のリスク要因である欧州のソブリン問題が、直接及び間接の貿易取引など実体経済の経路を経由してのみならず、金融機関の行動や金融市場の急変などを通じても日本経済に悪影響を及ぼす可能性があるためである。