

政策効果により高成長（1～3 月期の実質 GDP 成長率）

政策効果による個人消費と公共投資の増加に加え、輸出の持ち直しが寄与し、1～3 月期の日本経済は年率 4.1%の高成長を達成。但し、企業の投資抑制スタンスが響き、設備投資は急減。政策効果により、2012 年度は 2%前後の高成長も、年度後半にはカンフル剤が切れてくる点には留意が必要。

1～3 月期は年率 4.1%の高成長、2011 年度はマイナス成長

2012 年 1～3 月期の GDP 統計 1 次速報によると、政策効果による個人消費や公共投資の拡大と、輸出の持ち直しが寄与し、日本経済は前期比 1.0%、年率 4.1%の高成長を記録した。なお、遡及改訂により、7～9 月期の成長率が前期比 1.7%から 1.9%へ、10～12 月期も▲0.2%から+0.0%へ上方修正されている。日本経済は、東日本大震災も響き 2010 年 10～12 月期から 2011 年 4～6 月期に 3 四半期連続のマイナス成長を余儀なくされたが、7～9 月期に反転した後は、3 四半期連続のプラス成長である。1～3 月期成長率の前期比 1.0%は、市場予想の 0.9%は上回ったが、当社予想 1.2%は下回った。但し、遡及修正により、過去 2 四半期が共に 0.2%Pt 上方修正されたことを加味すれば、当社予想も上回る強めの結果と言えるだろう。なお、2011 年度の実質 GDP 成長率は、東日本大震災に伴う年度前半の落ち込みが響き、前年度比 ▲0.0%（2010 年度 3.2%）と僅かではあるが 2 年ぶりのマイナスだった。

政策効果による個人消費と公共投資の増加が成長率を押し上げ

1～3 月期の高成長をもたらしたのは、三つの要因である。第一は、個人消費の好調であり、前期比 1.1%（10～12 月期 0.7%）と大幅に増加し、GDP 成長率を 0.7%Pt も押し上げた。震災後のマインド改善による消費意欲持ち直しでサービス消費が伸びた影響もあるが、何よりエコカー補助金による自動車販売増加の影響が大きい。当社試算では 1～3 月期の新車販売は前期比 16.3%も増加した。

第二は、2011 年度第 3 次補正予算に盛り込まれた復興投資の執行による公共投資の増加である。受注業者確保の難航などから予算執行は遅れていたが、2012 年に入って漸く進捗、1～3 月期に公共投資は前期比 5.4%（10～12 月期 ▲0.5%）と明確に増加し、GDP 成長率を 0.3%Pt 押し上げた。

第三に、輸出の持ち直しが指摘される。輸出は、10～12 月期に①円高による価格競争力低下、②世界経済の減速、③タイ大洪水によるサプライチェーン寸断の三重苦に見舞われた。1～3 月期も

実質GDP成長率の推移

前期比,%,%Pt	2011年			2012年1～3月	
	4～6月	7～9月	10～12月	前期比	寄与度
実質GDP	▲0.3	1.9	0.0	1.0	
（前期比年率%）	▲1.2	7.6	0.1	4.1	
（前年比%）	▲1.7	▲0.4	▲0.5	2.7	
国内需要	0.7	1.1	0.8	0.9	0.9
民間需要	0.3	1.4	0.9	0.6	0.5
個人消費	0.6	1.1	0.7	1.1	0.7
住宅投資	▲3.1	4.8	0.1	▲1.6	0.0
設備投資	▲0.4	▲0.2	5.2	▲3.9	▲0.5
在庫投資（寄与度）	(0.0)	(0.3)	(▲0.4)		0.4
公的需要	2.0	0.1	0.2	1.5	0.4
政府消費	0.7	0.3	0.4	0.7	0.1
公共投資	7.3	▲0.6	▲0.5	5.4	0.3
純輸出（寄与度）	(▲1.0)	(0.8)	(▲0.7)		0.1
輸出	▲6.3	8.7	▲3.7	2.9	0.4
輸入	0.2	3.5	0.9	1.9	▲0.3
名目GDP	▲1.0	1.5	▲0.3	1.0	
（前年比%）	▲4.1	▲2.6	▲2.4	1.4	
デフレーター（前年比%）	▲2.4	▲2.2	▲1.9	▲1.2	

（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、伊藤忠経済研究所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。

①と②の状況は大きく変わらないが、③の大洪水要因は終息したのみならず、復興のための資本財特需へと転じ、日本からの輸出拡大に繋がった。輸出は前期比2.9%（10～12月期▲3.7%）と増加に転じ、GDP成長率を0.4%Pt、輸入を控除した純輸出でも、0.1%Pt押し上げている。

カンフル剤は年度後半に切れてくる

1～3月期の高成長は出来過ぎであり、日本経済の先行きを過信すべきではない。一見すれば明らかのように、政策寄与や特殊要因の影響が極めて大きいためである。日本経済が10～12月期の失速から持ち直しつつあるのは、間違いなが、1～3月期の高成長は①政策寄与（エコカー補助金、復興投資）と②10～12月期輸出低迷の反動による押し上げの割合が極めて高い。復興投資など政策効果が発揮された点は、ポジティブに評価すべきだが、第3次補正予算で9兆円を超える復興関連経費を計上したのだから、成長率が高まらない方がおかしい。1～3月期の高成長は、政策効果というカンフル剤によるものであり、日本経済の実力とは異なる。持続性はない。

カンフル剤の効果が薄れるため、4～6月期以降は成長ペースは鈍化が見込まれる。個人消費の拡大に寄与した新車販売は高水準こそ続くものの、4～6月期に増勢は鈍化する可能性が高い。加えて、エコカー補助金はボーナス商戦が好調なら7～9月期にも、遅くとも10～12月期には予算が尽きるため、年度後半には期待できない。公共投資については、4～6月期も復興投資による押し上げが期待されるものの、極めて低い水準からのピックアップとなった1～3月期に比べれば伸びは縮小する。また、復興投資は、年度後半には規模が徐々に縮小へ向かい、GDPに対してマイナス寄与へ転じる見込みである。

年度後半は輸出回復を見込むが…

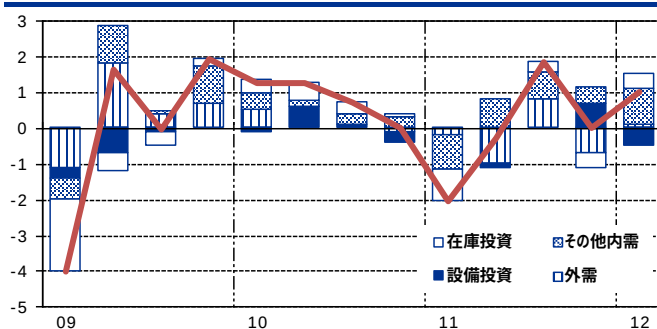
こうした政策要因の剥落をカバーすることが期待されるのは、輸出である。世界経済が緩やかながらもち直し、為替相場の円高進行が止まれば、輸出は回復へ向かうと期待される。しかし、政策要因の落ち込み全てを打ち消すことは出来ないだろう。

リスク要因は国内の電力需給と欧州債務問題

リスク要因も山積している。まず、国内については電力需給の問題がある。個人消費や公共投資の影に隠れて目立たないが、1～3月期に設備投資は前期比▲3.9%と落ち込んだ。10～12月期に5.2%と高い伸びを示した反動もあるが、設備投資減少の主因は、機械受注の伸び悩みからも確認される企業の投資意欲低迷であろう。そうした投資意欲低迷に、電力需給問題が追い打ちをかける可能性がある。

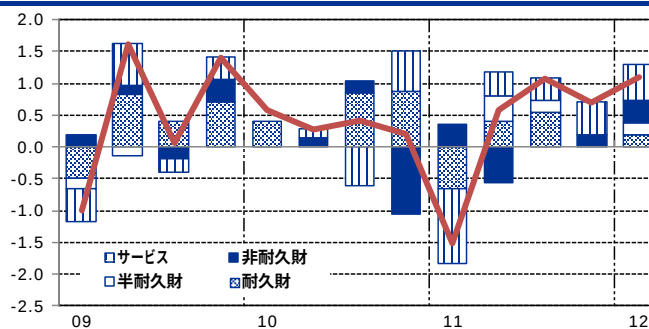
海外では、当然ながら、欧州債務問題が最大のリスク要因である。欧州経済低迷による欧州向け輸出の低迷はもちろんだが、それ以上にリスクオフの動きが進むことでの対ユーロでの円高進行と、国際金融市場

実質GDP成長率の動向（前期比、%）



（出所）内閣府

個人消費の動向（前期比、%、%Pt）



（出所）内閣府

の混乱が新興国へ及ぼす悪影響が懸念される。欧州問題の行方次第では、年度後半に見込まれる輸出回復が幻に終わる可能性も否定はできない。

2012 年度は 2% 前後の成長だが…

1～3 月期の高成長により、2012 年度に日本経済は 1.2% のゲタを履いた。つまり、4～6 月期以降がゼロ成長でも 2012 年度は 1.2% 成長を確保できる。年度前半を中心とした政策効果を加味すれば、2012 年度に 2% 前後の成長は確保できる可能性が高い。しかし、繰り返しになるが、これは政策効果による作られた高成長に過ぎず、年度後半にはカンフル剤は切れてくる。

需要項目等の動向

個人消費は、1～3 月期に前期比 1.1% と 10～12 月期 0.7% から伸びを高めた。昨年の地デジ移行による需要前倒しからテレビや周辺製品の販売は低調だが、エコカー補助金とエコカーの新モデル投入により自動車販売が急増し、耐久財消費を押し上げた（1～3 月期前期比 1.8%）。また、昨年後半からのマインド改善が続き、サービス消費も堅調だった（同 0.9%）。厳冬によるエネルギー需要拡大も、個人消費の押し上げに寄与している。

設備投資は前期比▲3.9%（10～12 月期 5.2%）と予想外に大きく落ち込んだ。10～12 月期の高い伸びの反動もあるが、海外経済の不透明感に加え、国内の電力需給問題もあり、企業は設備投資に対して極めて慎重である。

住宅投資は前期比▲1.6%（10～12 月期 0.1%）と 2 四半期ぶりに減少した。住宅エコポイントや住宅ローン金利優遇の適用を狙った駆け込み需要で昨年 7～9 月期に急増した反動が残っている。但し、先行指標である着工床面積などは持ち直しが続いており、4～6 月期には増加する可能性が高い。

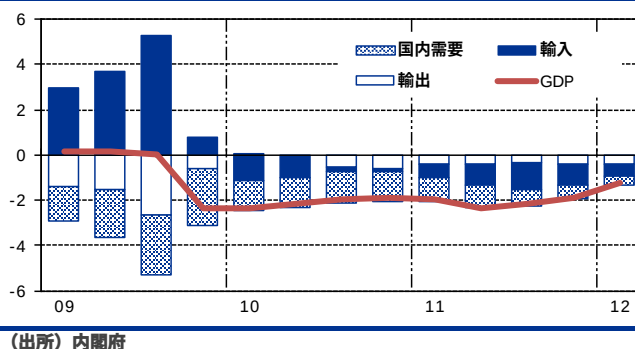
2011 年度第 3 次補正予算の執行が進捗したこと、1～3 月期の**公共投資**は前期比 5.4%（10～12 月期▲0.5%）と大幅に増加し、成長率を前期比 0.3%Pt 押し上げた。増加は 3 四半期ぶりである。先行する請負統計が増勢を維持していることから、4～6 月期も公共投資の拡大は続くと予想される。

在庫投資は 10～12 月期に GDP 成長率に対する寄与度が前期比▲0.4%Pt と落ち込んだ後、1～3 月期は 0.4%Pt と反転した。サプライチェーン途絶による在庫減少を補填したためと考えられる。

1～3 月期の**輸出**は前期比 2.9%（10～12 月期▲3.7%）と 2 四半期ぶりに増加した。タイ大洪水に伴うサプライチェーン寸断の解消と復興のための資本財需要から ASEAN 向けが急増した影響が大きいほか、自動車や電気機器を中心に米国向けも伸びた。一方、発電燃料輸入の増加を背景に、**輸入**は 1.9%（10～12 月期 0.9%）と 10 四半期連続で増加した。輸出の伸びが輸入を上回り、**外需（純輸出）**の実質 GDP 成長率に対する寄与度は前期比 0.1%Pt（10～12 月期▲0.7%Pt）と 2 四半期ぶりのプラスに転じた。

1～3 月期の**GDP デフレーター**は前年比▲1.2%と、10～12 月期▲1.9%からマイナス幅が縮小した。個人消費デフレーター（10～12 月期▲0.8%→▲0.6%）を中心に、内需デフレーターのマナス幅が縮小したほ

GDPデフレーターの寄与度分解（前年比、%）



か（10～12 月期▲0.6%→1～3 月期▲0.3%）、輸入デフレーター伸び鈍化（10～12 月期 6.0%→1～3 月期 2.7%）で外需による GDP デフレーター押し下げ寄与が縮小した影響もある。GDP デフレーターは季節調整済の前期比で横ばいになったため、名目 GDP 成長率と実質 GDP 成長率は前期比 1.0%、年率 4.1%と同値である。