

## 4～6月期の日本経済は減速、夏以降は逆風が強まる

4～6月期の日本経済は、ペントアップ・ディマンドの一巡による消費減速を受けて成長鈍化。政策効果の剥落や減退、海外経済の低迷により、夏場以降は更に逆風が強まり、エコカー補助金終了の影響が最大となる10～12月期にはマイナス成長へ転落。消費税率引き上げ前の駆け込み需要により2013年度に日本経済の成長ペースは加速するも、駆け込み需要の反動と税率引き上げによる実質可処分所得目減りで2014年度はマイナス成長へ転落の見込み。

### 4～6月期の日本経済は減速

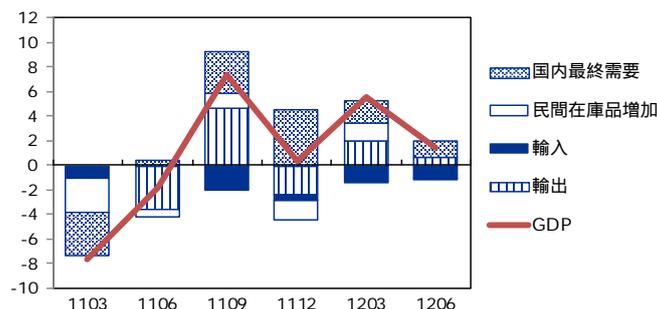
内閣府が公表した四半期別GDP統計1次推計値によると、2012年4～6月期の日本経済は前期比0.3%（年率1.4%）成長へ減速し、市場予想の年率2.3%（当社2.8%）を下回った。2011年10～12月期は前期比0.0%から0.1%へ、1～3月期は1.2%から1.3%へ上方改訂され、1～3月期GDPの水準は従来より0.2%高まっているが、そうした遡及修正を差し引いても弱めの内容と言える。

### ペントアップ・ディマンドが一巡

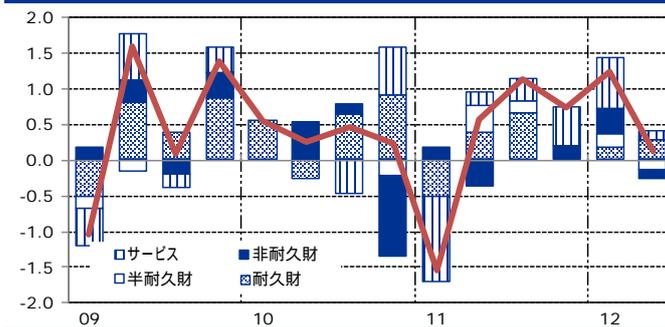
4～6月期成長率が市場予想を下回った主因は、個人消費の減速である。エコカー補助金の適用を狙い自動車購入が前期比4.7%（1～3月期16.3%、当社試算）と4四半期連続で増加したことから、耐久財消費は3.1%（1～3月期2.2%）と拡大を続け、個人消費を0.3%Pt程度押し上げた。しかし、半耐久財消費（1～3月期2.7%、4～6月期1.5%）と非耐久財消費（1～3月期1.0%、4～6月期0.8%）が減少へ転じ、サービス消費（1～3月期1.1%、4～6月期0.2%）も減速したため、個人消費全体では小幅の伸びにとどまっている。1～3月期までのサービス消費を押し上げてきた東日本大震災に伴うペントアップ・ディマンド（宿泊や旅行消費など）に一巡感が窺われる状況である<sup>1</sup>。

個人消費以外の内需項目は、力強さに欠けるが、4～6月期に概ね底堅く推移した。まず、個人消費以外の民需では、設備投資（1～3月期前期比1.6%、4～6月期1.5%）と住宅投資（1～3月期1.6%、4～6月期0.8%）が共に2四半期ぶりの増加に転じた。また、昨年度第3

GDP成長率の四半期推移（前期比年率、%、%Pt）



個人消費の動向（前期比、%、%Pt）



(出所) 内閣府

実質GDP成長率の推移

	2011年			2012年	
	前期比、%、%Pt	7～9月	10～12月	1～3月	2012年4～6月
実質GDP		1.8	0.1	1.3	0.3
(前期比年率%)		7.4	0.3	5.5	1.4
(前年比%)		0.6	0.7	2.9	3.5
国内需要		1.1	0.8	1.2	0.4
民間需要		1.5	1.0	1.1	0.4
個人消費		1.1	0.7	1.2	0.1
住宅投資		4.8	0.1	1.6	0.8
設備投資		0.3	5.5	1.6	1.5
在庫投資(寄与度)		(0.3)	(0.4)	(0.4)	0.0
公的需要		0.0	0.1	1.5	0.6
政府消費		0.2	0.4	1.0	0.3
公共投資		1.1	1.0	3.6	1.7
純輸出(寄与度)		(0.7)	(0.7)	(0.1)	0.1
輸出		7.9	3.6	3.4	1.2
輸入		3.4	1.0	2.2	1.6
名目GDP		1.6	0.3	1.4	0.1
(前年比%)		2.7	2.4	1.5	2.4
デフレーター(前年比%)		2.1	1.8	1.3	1.1

(出所) 内閣府

<sup>1</sup> GDP統計が閏年の影響を季節調整処理しないために、1～3月期が強めの計数となり、4～6月期が押し下げられた影響もある。

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。

次補正予算等に盛り込まれた復興投資の執行が進み、公共投資は1.7%（1～3月期3.6%）と2四半期連続で増加している。先行指標である公共工事請負額や機械受注の官公需は4～6月期も増勢を維持しており、7～9月期も公共投資の拡大は続くと思込まれる。政府消費は0.3%に減速したが1～3月期に1.0%と高い伸びを示した反動が大きい。

## 外需は若干のマイナス寄与

外需について見ると、輸出は1～3月期の前期比3.4%が4～6月期は1.2%へ減速した。ただ、減速はGDP統計の季節調整手法による影響が大きく、当社や日銀が貿易統計などに基づき試算した実質財輸出は4～6月期に寧ろ加速している<sup>2</sup>。一方、火力発電向け燃料や機械関連の輸入増加により、4～6月期の輸入は1.6%（1～3月期2.2%）と輸出を上回る伸びを示したため、輸出から輸入を控除した純輸出は、成長率に対し若干のマイナス寄与になった。

## 夏以降の日本経済は逆風に晒される

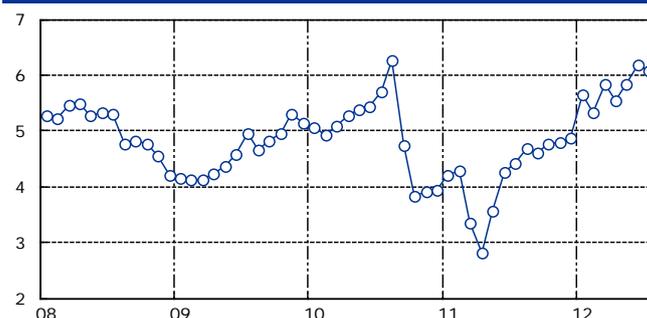
4～6月期のGDP統計は、東日本大震災後の景気回復の一因であったpent-up・ディマンドが一巡しつつあることを示した。7～9月期以降の日本経済は、更に二つの逆風に晒されることになる。

第一に、政策効果の剥落及び減退である。4～6月期までの個人消費拡大に貢献してきたエコカー補助金は8月中にも予算が尽き、自動車販売は7～9月期に伸びが大きく低下、10～12月期には大きな反動減が避けられない。自動車販売は個人消費を1～3月期に前期比0.7%Pt、4～6月期も0.2%Pt押し上げたが当社では試算しているが、7～9月期にはゼロ寄与に、そして10～12月期には1.5%Ptもの大幅な押し下げ寄与へ転じる見込みである。pent-up・ディマンドが一巡、かつ雇用所得環境が回復しない下では、自動車販売以外の消費支出に多くを期待できない。そのため、エコカー補助金終了に伴う販売の反動減により、個人消費は4～6月期に続き7～9月期も低い伸びにとどまった後、10～12月期は大幅減少へ転じる可能性が高い。また、復興投資は、当初の想定よりも緩やかに顕現化しており、2012年前半に続き7～9月期も公共投資の増勢は維持される見込みである。しかし、10～12月期には横ばいへ減速、1～3月期からは減少へ転じる可能性が高い。

## 海外経済の回復の遅れ

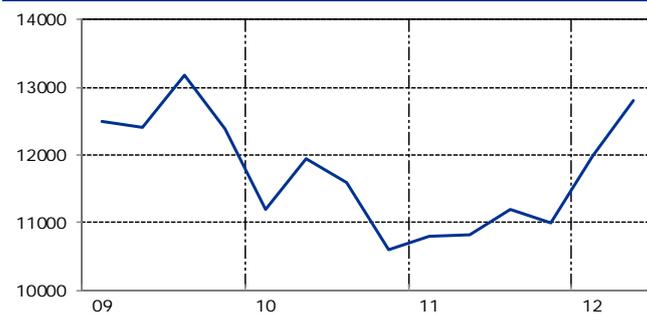
第二に、海外経済の回復の遅れである。世界の2大経済大国である米国と中国が共に精彩を欠いており、4～6月期に続き、7～9月期も低成長が続く可能性が高まっている。10～12月期以降は、米中共に回復傾向を強めると当社では予想しているが、欧州債務問題の重石が残る下で、世界経済全体は勢いを欠いたまま

日本の新車販売台数（年率、百万台）



（出所）自動車販売連合会等

公共工事請負額（10億円、季調値）



（出所）公共工事前払金保証統計

<sup>2</sup> 4～6月期の実質財輸出は当社試算で前期比3.3%（1～3月期0.8%）、日本銀行試算では4.4%（1～3月期0.1%）。詳細は、7月25日付Economic Monitor「4～6月期の輸出は緩やかに回復（6月の貿易統計）」を参照。

まとなろう。そうした海外需要の低迷は、日本の輸出の回復に再び水を差し、ひいては製造業生産に下押し圧力を及ぼす。また、海外需要の先行き不透明感に加え、欧州債務問題に由来した金融危機に対する懸念もあり、企業は設備投資や雇用など支出拡大に対して慎重ともなっている。なお、東京電力の電力料金値上げが日本経済に及ぼす影響はGDPを0.06%程度押し下げるととどまるが<sup>3</sup>、円高継続による価格競争力低下や先行きの電力需給に対する不安と相俟って、生産能力の海外流出を加速させるリスクには目配りが必要である。

## 10～12月期のマイナス成長を予想

暫定予想ではあるが、当社では、こうした政策効果の剥落及び減退と海外経済の低調推移により、日本経済が7～9月期も4～6月期並みの成長ペースとなった後、10～12月期に前期比年率で1%を超える明確なマイナス成長へ転落すると予想している。マイナス成長の主因は、上述したエコカー補助金終了に伴う個人消費の落ち込みである。2012年1～3月期にはエコカー補助金の反動減緩和と輸出回復でプラス成長へ復帰するも、成長率は年率1%程度にとどまる。2012年度は成長の発射台(ゲタ)が1.5%もあるため、4～6月期以降の成長が不冴えでも、2%程度の成長を何とか確保する見込みである。しかし、期中成長は0.5%に過ぎない。

## 消費税率引き上げ前の駆け込み需要で2013年度は2%成長

2012年度の夏場以降の不冴えな状況から一転、2013年度に入ると、日本経済の絵姿は再び大きく変わる。擦った揉んだの末に消費税法案が成立し、2014年4月と2015年10月の二段階での消費税率引き上げが(条件付きであるが)決まったためである。2013年度には、個人消費や住宅投資を中心に税率引き上げ前の駆け込み需要が生じ、日本経済の成長ペースは再び加速すると予想される。駆け込み需要が0.9%Pt程度も成長率を押し上げるため、2013年度の成長率は2%を超え、2年連続で2%成長を達成すると見込まれる。但し、翌2014年度には駆け込み需要の深刻な反動減と消費税率引き上げによる実質可処分所得の目減りが同時に生じるため、日本経済はマイナス成長へ転落する可能性が高いだろう。

現時点での暫定的な成長率予想は2012年度2.0%、2013年度2.2%、2014年度0.5%である。なお、2013年度までの詳細な成長率見通し及び消費税率引き上げに関する影響試算は今週発行の「日本経済情報8月号」で示す予定である。

<sup>3</sup> 値上げがない場合に比べ、GDPを0.06%、個人消費を0.04%、設備投資を0.22%押し下げると試算。