

日本経済情報 2012 年 8 月号

Summary

[内 容]

1. 経済見直し改訂

- (1) 4～6 月期 GDP の評価
- (2) 夏以降に逆風が強まる
- (3) 2013 年度は高成長だが、2014 年度はマイナス成長
- (4) 金融政策は難しい舵取りを迫られる

2. 消費税率引き上げの影響

- (1) 成長率への影響
- (2) インフレへの影響

3. 経済動向分析

- (1) 輸出は回復も先行きに懸念
- (2) 製造業生産に暗雲
- (3) 設備投資には期待できず
- (4) 雇用・賃金情勢は回復せず
- (5) ペントアップ・デマンド一巡で消費鈍化
- (6) 住宅投資は拡大
- (7) 公共投資は増加継続
- (8) インフレに弱含みの動き

巻末: 主要経済指標

伊藤忠経済研究所

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

日本経済の成長率は 1～3 月期の前期比 1.3% (年率 5.5%) が、4～6 月期は前期比 0.3% (年率 1.4%) へ鈍化。成長鈍化の主因は、個人消費の減速。エコカー補助金の適用を狙い自動車購入が 4 四半期連続で増加、耐久財消費を押し上げたが、半耐久財消費や非耐久財消費が減少へ転じ、サービス消費も減速したため、個人消費全体では前期比 0.1% (1～3 月期 1.2%) と僅かな伸びにとどまった。1～3 月期までの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・デマンド (宿泊や旅行消費など) に一巡感。

7～9 月期以降の日本経済には、二つの逆風。逆風の第一は、政策効果の剥落及び減退。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 月にも終了し、自動車販売は 7～9 月期にゼロ寄与、10～12 月期には個人消費を 1.5%Pt 押し下げ。また、復興投資による公共投資の増勢は 7～9 月期こそ継続するが、10～12 月期には横ばいへ減速、1～3 月期以降は減少へ転じる見込み。

逆風の第二は、海外経済の回復の遅れ。米国と中国が共に精彩を欠き、7～9 月期も低成長が続く可能性が高まっており、日本の輸出や製造業生産、収益、ひいては設備投資に下押し圧力。

エコカー補助金終了による消費落ち込みが響き、10～12 月期の日本経済はマイナス成長に転落する見込み。2012 年度成長率予想は 2.0%。

2012 年夏以降の低調推移から一転して、2013 年度の日本経済はかりそめの成長加速。消費税率引き上げによる駆け込み需要が成長率を 0.9%Pt 押し上げ、2013 年度の成長率は 2.2%と 2 年連続の 2%成長を達成すると予想。しかし、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、日本経済は▲0.5%のマイナス成長へ転落。なお、消費税率引き上げにより、2014 年度の CPI 上昇率は 2%を超える見込み。

海外経済の下振れとその国内への波及により、日本銀行の 4 月展望レポートには綻びが生じており、10 月展望レポートでは見通し下方修正を迫られる見込み。見通し下方修正により、「物価安定の目途」達成が後ズレとなれば、追加金融緩和が必要に。但し、消費税率引き上げの影響を、どのように勘案するかで金融政策の運営は変わる。

1. 経済見通し改訂

(1) 4～6 月期 GDP の評価

四半期別 GDP 統計 1 次推計値によると、日本経済の成長率は 1～3 月期の前期比 1.3% (年率 5.5%) が、4～6 月期は前期比 0.3% (年率 1.4%) へ鈍化した。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である。

4～6 月期に成長が鈍化した主因は、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 4 四半期連続で増加、耐久財消費を押し上げたが、半耐久財消費や非耐久財消費が減少へ転じ、サービス消費も減速したため、個人消費全体では前期比 0.1% (1～3 月期 1.2%) と僅かな伸びにとどまった。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¹。

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。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、昨年度の第 3 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 (1～3 月期 3.6%、4～6 月期 1.7%) も 2 四半期連続で増加している。政府消費 (1～3 月期 1.0%、4～6 月期 0.3%) は減速したが、1～3 月期に高い伸びを示した反動が大きい。

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。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ている。

(2) 夏以降に逆風が強まる

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ペントアップ・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。

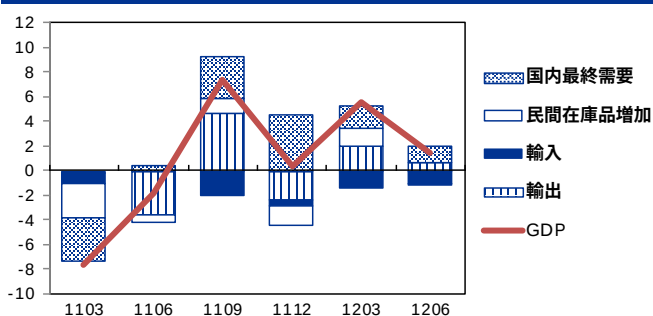
第一に、政策効果の剥落及び減退である。4～6 月期までの個人消費拡大に貢献してきたエコカー補助金は 8 月中にも予算が尽き、自動車販売は 7～9 月期に伸びが大きく低下、10～12 月期には大きな反

実質GDP成長率の推移

前期比, %, %Pt	2011年		2012年 1～3月	2012年4～6月	
	7～9月	10～12月		前期比	寄与度
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	0.4
民間需要	1.5	1.0	1.1	0.4	0.3
個人消費	1.1	0.7	1.2	0.1	0.1
住宅投資	4.8	0.1	▲1.6	0.8	0.0
設備投資	0.3	5.5	▲1.6	1.5	0.2
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	0.2
政府消費	0.2	0.4	1.0	0.3	0.1
公共投資	▲1.1	▲1.0	3.6	1.7	0.1
純輸出 (寄与度)	(0.7)	(▲0.7)	(0.1)		▲0.1
輸出	7.9	▲3.6	3.4	1.2	0.2
輸入	3.4	1.0	2.2	1.6	▲0.3
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

GDP成長率の四半期推移 (前期比年率, %, %Pt)



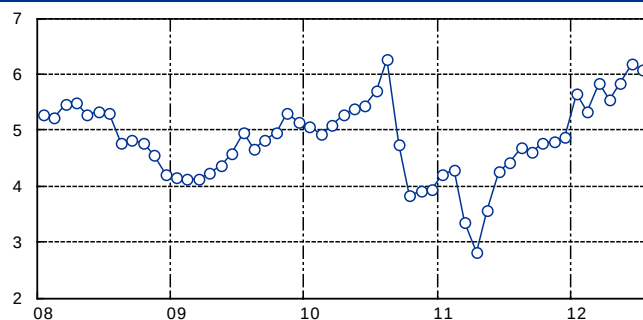
¹ GDP 統計が閏年の影響を季節調整処理しないために、1～3 月期が強めの計数となり、4～6 月期が押し下げられた影響もある。

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**。ペントアップ・ディマンドが一巡し、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と予想される。

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%程度押し下げるにとどまるが²、**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**。

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、日本経済は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。2013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%成長を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。

日本の新車販売台数（年率、百万台）



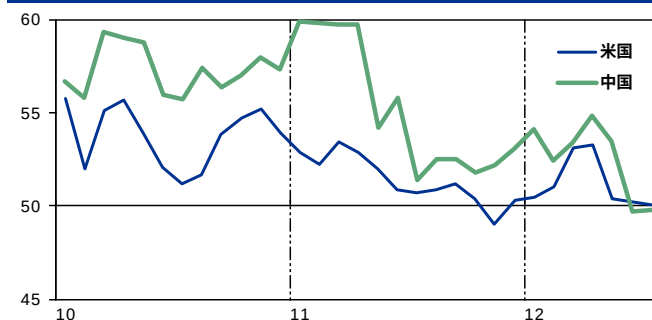
(出所) 自動車販売連合会等

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

米中の製造業景況感指数（中立水準=50）



(出所) CEIC Data

² 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。

(3)2013 年度は高成長だが、2014 年度はマイナス成長

2012 年度の夏場以降の不況から一転、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。現在 5%の消費税率は 2014 年 4 月に 8%へ（+3%Pt）、2015 年 10 月に 10%へ（+2%Pt）引き上げられる。消費税率引き上げの実体経済に及ぼす影響は、①消費税率引き上げ前の駆け込み需要とその反動（異時点間の代替効果）と②消費税率引き上げに伴う実質可処分所得目減りの影響（所得効果）に分かれる³。

消費税率引き上げに関する試算の詳細は、次項を参照頂きたいが、結論を言えば、消費税率が引き上げられない場合との対比で、2013 年度の実質 GDP は駆け込み需要

によって 0.9%押し上げられ、2014 年度の実質 GDP は駆け込み需要の反動と可処分所得の目減りによって 1.2%押し下げられると試算される。これを成長率への影響に換算すると、2013 年度の成長率が 0.9%Pt 押し上げられる一方、2014 年度は 2.1%Pt も押し下げられる。

こうした試算を踏まえた上で、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当社では予想している。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 2.2%に達し、2 年連続で 2%成長を達成する見込みである。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。そのため、日本経済は▲0.5%のマイナス成長へ転落すると考えられる。

(4)金融政策は難しい舵取りを迫られる

日本銀行は、8 月 8～9 日に金融政策決定会合を開催し、金融政策の据え置きを決めた。すなわち、無担保コールレート・オーバーナイト物の誘導目標は 0～0.1%に据え置かれ、資産買入等の基金の額も 70 兆円で、また 7 月会合で変更された内訳も今回は変更されていない（共通担保オペ 25 兆円、資産買入 45 兆円）。なお、公表内容や報道を見る限り、新任委員 2 名による異議はなかった模様だが、詳細な議論は議事要旨などで確認する必要がある。

日本経済の推移と予測（年度）

前年比, %, %Pt	2010 実績	2011 実績	2012 予想	2013 予想
実質 GDP	3.3	▲0.0	2.0	2.2
国内需要	2.6	1.0	2.1	2.2
民間需要	3.2	0.6	2.0	2.9
個人消費	1.6	1.2	1.3	2.2
住宅投資	2.6	3.8	3.0	12.6
設備投資	3.9	1.1	4.3	2.9
在庫投資(寄与度)	(0.9)	(▲0.5)	(0.1)	(0.1)
政府消費	2.5	1.9	1.8	1.4
公共投資	▲6.0	2.9	5.6	▲5.3
純輸出(寄与度)	(0.8)	(▲1.0)	(▲0.0)	(0.1)
輸出	17.4	▲1.4	5.1	5.7
輸入	12.2	5.6	6.1	6.1
名目 GDP	1.2	▲2.0	1.7	1.7
実質 GDP(暦年ベース)	4.5	▲0.8	2.5	1.4
鉱工業生産	9.4	▲1.2	2.1	4.3
失業率(%、平均)	5.0	4.5	4.3	3.9
経常収支(兆円)	16.7	7.6	7.6	7.0
経常収支(GDP比, %)	3.5	1.6	1.6	1.4
消費者物価(除く生鮮)	▲0.8	▲0.0	▲0.0	0.4

(資料)内閣府、経済産業省、総務省等より当社作成。

³ この議論の詳細は 2012 年 4 月 20 日付「日本経済情報 4 月号」を参照。

海外経済については、2 ヶ月連続で微妙にニュアンスが下方修正された。6 月の「全体としてなお減速した状態から脱していないが、緩やかながら改善の動きもみられている」との文言を、7 月に順番を組み替えて「緩やかながら改善の動きもみられているが、全体としてなお減速した状態から脱していない」とニュアンスを下方修正した後、8 月には「緩やかながら一部に改善の動きもみられているが、全体としてなお減速した状態から脱していない」と改善の動きの範囲を一部に限定した。

国内経済については「緩やかに持ち直しつつある」との基調判断は据え置かれたが、上述の海外経済に関するニュアンスの下方修正も踏まえ、輸出の判断を「持ち直しの動きがみられている」から「持ち直しの動きが緩やかに（なっている）」へ下方修正した。また、これまで強気を通してきた生産についても 5～6 月データの下振れなどを踏まえ 7 月の「緩やかに持ち直しつつある」から「足元弱めとなっている」へ判断を明確に引き下げている⁴。

景気の先行きについては「国内需要が引き続き堅調に推移し、海外経済が減速した状態から脱していくにつれて、緩やかな回復経路に復していく」で据え置かれたが、当社が従来から指摘してきたように海外経済について日銀見通しに綻びが生じ、それが国内生産面へ波及しつつある。こうした綻びは今後、更に広がり、10 月展望レポートでは 2013 年度の成長率やインフレ率見通しの下方修正、ひいては 2014 年度の「物価安定の目途」達成の蓋然性低下に繋がる可能性があると考えられる。そうなれば、当然に追加緩和が必要となる。

しかし、こうした経済・物価見通しの下方修正及び追加金融緩和の予想は、消費税率引き上げを前提としていない段階のものである。消費税率の引き上げを加味すると、2013 年度の成長率予想は駆け込み需要の影響で寧ろ上方修正される。また、既に述べたように、当社では 2014 年度の日本経済がマイナス成長へ転じ、需給ギャップは悪化へ向かうと考えているが、消費税率の引き上げにより表面的なインフレ率は大幅に上昇し CPI ベースで 2%を超えると予想される（消費税率引き上げとインフレ率の関係は後述）。こうした税制の変更が成長やインフレに生じさせる歪みを、日本銀行が金融政策運営において、どのように考慮するかは不透明な部分が多い。消費税率引き上げによるインフレ率上昇を受けての金融緩和度合い縮小はさすがにないとしても、2013 年度の駆け込み需要に伴う需給ギャップ縮小を踏まえ、2012 年度中の追加金融緩和を見送る可能性はあるだろう。消費税率引き上げに対する日本銀行の金融政策運営における対応を、10 月の展望レポートなどで確認していく必要がある。

▽2012～2013 年度の政策委員の大勢見通し

——対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。

	実質 GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2012 年度	+2.2～+2.4 <+2.2>	-0.3～ 0.0 <-0.2>	+0.1～+0.3 <+0.2>
4 月時点の見通し	+2.1～+2.4 <+2.3>	+0.4～+0.7 <+0.6>	+0.1～+0.4 <+0.3>
2013 年度	+1.6～+1.8 <+1.7>	+0.6～+0.8 <+0.6>	+0.5～+0.7 <+0.7>
4 月時点の見通し	+1.6～+1.8 <+1.7>	+0.7～+0.9 <+0.8>	+0.5～+0.7 <+0.7>

⁴ 他に金融環境の記載が「緩和が続いている」から「緩和した状態にある」へ改められた。

2. 消費税率引き上げの影響

擦った揉んだの末に消費税法が成立し、2014年4月と2015年10月の二段階での消費税率引き上げが、経済状況好転の条件付き⁵ではあるが決まった。現在5%の消費税率は2014年4月に8%へ(+3%Pt)へ、2015年10月に10%(+2%Pt)へ引き上げられる。以下では、消費税率引き上げが経済及び物価に及ぼす影響の試算を示す。なお、税率引き上げは予定通り2段階で行われ、かつ軽減税率などは前提としていない。

(1) 成長率への影響

a) 1997年4月引き上げ時の駆け込み需要

消費税率引き上げの影響を試算する上で参考となるのは1997年4月の消費税率引き上げ(3%→5%)である。そこで、先行研究を参考にして個人消費関数⁶と住宅投資関数⁷を推計し、その推計結果と実際の個人消費及び住宅投資との乖離を、消費税率引き上げ前の駆け込み需要と判断した。なお、当時の個人消費や住宅投資の動向などを踏まえ、駆け込み需要と認定した期間は、耐久財消費が1996年7～9月期から1997年1～3月期の3四半期、他の消費項目については1997年1～3月期のみ、住宅投資は1996年4～6月期から1997年1～3月期の1年間である。推計結果によると、主として耐久財の駆け込み需要により個人消費は0.8%（うち耐久財が0.4%Pt）、住宅投資が11.7%押し上げられている。購入額の大きい住宅投資において消費税率引き上げの影響が顕著である。

1997年4月の引き上げ時の駆け込み需要試算

		消費税率引き上げ前の駆け込み需要と反動					
		個人消費					住宅投資
		耐久財	半耐久財	非耐久財	サービス		
		(%)	(%Pt)	(%Pt)	(%Pt)	(%Pt)	(%)
1996年	4～6月期	-1	-1	-	-	-	2.0
	7～9月期	0.0	0.0	-	-	-	3.1
	10～12月期	0.1	0.1	-	-	-	3.7
1997年	1～3月期	0.7	0.2	0.1	0.2	0.1	2.9
1996年度		0.8	0.4	0.1	0.2	0.1	11.7

※推計値からの乖離。なお、四半期は年間計に対する、また消費の内訳項目は消費全体に対する寄与度に換算。

(出所)内閣府資料等より伊藤忠経済研究所試算

b) 2014年4月及び2015年10月引き上げにおける駆け込み需要及び反動の想定

消費税率引き上げ幅と駆け込み需要の規模の関係については、参照できる事例が少ないため、見解が分かれるところだが、本試算では高額かつ購入サイクルの長い耐久財と住宅投資については比例関係

⁵ 消費税率引き上げ法案の附則第18条「消費税率の引上げに当たっては、経済状況を好転させることを条件として実施するため、物価が持続的に下落する状況からの脱却及び経済の活性化に向けて、平成23年度から平成32年度までの平均において名目の経済成長率で3%程度かつ実質の経済成長率で2%程度を目指した望ましい経済成長の在り方に早期に近づくための総合的な施策の実施その他の必要な措置を講ずる」

⁶ 実質個人消費 = 3.176 + 0.496 * 実質可処分所得 + 0.224 * 実質家計純金融資産残高
(15.6) (20.2) (27.4)

推計期間 1980.Q1-2010.Q1、修正 R2 0.996、括弧内は t 値。

⁷ 実質住宅投資 = -0.82 + 0.604 * 実質可処分所得 + 0.080 * 25～49 歳人口比率 + 0.004 * 住宅価格 + -0.035 * ローン金利
(-0.2) (2.2) (3.3) (7.1) (-2.6)

推計期間 1980.Q1-2010.Q1、修正 R2 0.746、括弧内は t 値。

を仮定する一方、半耐久財や非耐久財、サービスについては購入サイクルが短く、保蔵期間も短いものが多いため、比例関係を仮定しない⁸。なお、駆け込み需要はベースとなる支出規模に依存するため、以下の規模表記は全て消費税率引き上げがない場合の支出規模に対する比率である。

まず、耐久財消費については、累計で 5%Pt の消費税率引き上げを踏まえ、前回の 2.5 倍（1996 年度/2×5）の駆け込み需要を想定した上で、その大部分、すなわち税率引き上げ幅 4%Pt 相当分は 2013 年度に生じると仮定した。反動減は翌 2014 年度に生じる。残り 1%Pt 相当分については 2015 年 10 月の引き上げ前、2015 年度上期に駆け込み需要が生じると考えるが、2015 年度全体では駆け込み需要と反動減が相殺される。

半耐久財消費と非耐久財消費、サービス消費については、消費税率引き上げ幅と関係なく、前回（1996 年度）と同規模の、駆け込み需要（2013 年度）と反動減（2014 年度）を想定した。なお、2015 年 10 月の引き上げ前にも同規模の駆け込み需要が生じると考えられるが、耐久財と同じく、2015 年度全体では反動減と相殺される。

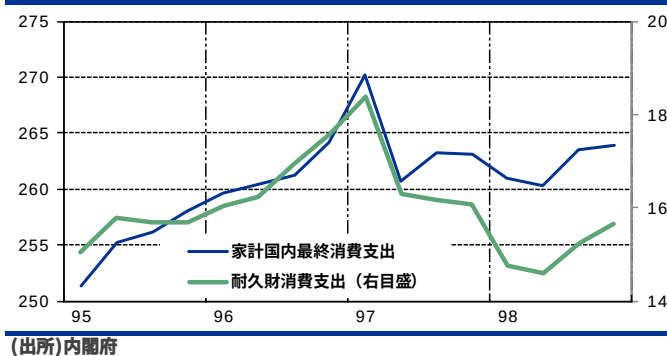
以上を踏まえ、個人消費トータルでは 2013 年度に 1.1%の駆け込み消費が生じ、2014 年度に同規模の反動減が生じると仮定した。

人生最大の投資とも言える住宅購入（建設）は、金額が大きいに、消費税率引き上げに伴い顕著な影響を受ける。そのため、今回の累計 5%Pt の引き上げに際しては、引き上げ幅に比例して、前回の 2.5 倍（1996 年度/2×5）の駆け込み需要が生じると想定する。しかし、高齢化などを受けた住宅建設需要のすう勢的な減少を受けて、住宅供給能力（建設能力）が大幅に低下し、短期間で駆け込み需要全てをこなすことは不可能と考えられる。すなわちボトルネックが生じる。そのため、駆け込み需要は分散され、前回より半期早く 2012 年度下期から 2013 年度の 1.5 年で 3%Pt 相当分が生じ、残り 2%Pt 分が 2014 年度下期から 2015 年度上期に生じると考えた。なお、反動減は 2014 年度上期（3%Pt 相当）と 2015 年度下期（2%Pt 相当）に生じる。

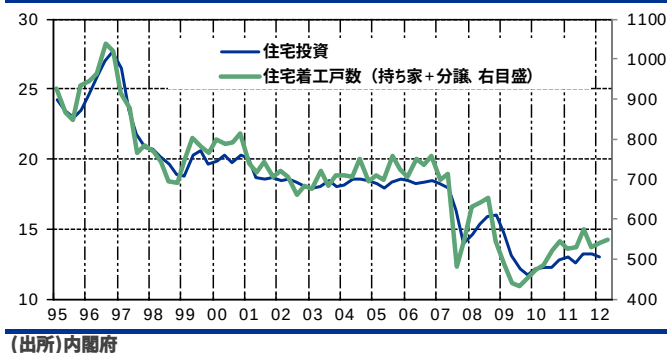
なお、住宅建設については、いずれの期日までの請負契約が旧消費税率の対象となるかが問題となる。1997 年 4 月の引き上げに際しては、半年前の 1996 年 9 月末日までの請負契約締結が旧税率を適用する条件になった。今回も同様の措置が講じられる可能性が高い。

駆け込み需要及びその反動は、輸入の増加及び減少を伴う。そのため、GDP への影響を試算する上で

1997年頃の消費推移（年率、兆円）



住宅投資の推移（年率、兆円、千戸）



⁸ 比例関係を想定しない場合には、駆け込み需要及び反動減の規模は当然に小さくなる。

は、輸入変動による影響を考慮している（GDP の控除項目である輸入の変動によって個人消費や住宅投資の GDP へ及ぼす影響は軽減される）。

c) 消費税率引き上げによる実質可処分所得目減りの影響

消費税率の引き上げにより製商品及びサービスの価格が上昇するため、家計の実質可処分所得が減少し、個人消費支出を抑制することが見込まれる（所得効果）。その影響について、本稿では、内閣府モデル⁹に基づき試算した。内閣府モデルでは消費税率 1%Pt 相当の引き上げにより、消費税率引き上げがない場合に比べ実質 GDP が 1 年目に 0.15%、2 年目に 0.35%、個人消費は 1 年目 0.21%、2 年目 0.49%、住宅投資は 1 年目 0.06%、2 年目 0.38% 押し下げられる。本試算では、このモデルに基づく計数に消費税率引き上げ幅とタイミングを加味し、2014 年度に実質 GDP は 0.45%（0.15%×3）、2015 年度に 1.20%（0.35%×3+0.15%×2×0.5）押し下げられると想定している。

2013～2016年度の消費税率引き上げの影響試算

		消費税率引き上げ前の駆け込み需要と反動					実質可処分所得目減りの影響			GDP への影響	
		個人消費				住宅投資	GDP	個人消費	住宅投資	合計	伸び率への影響
		耐久財	半耐久財	非耐久財	サービス						
		(%)	(%Pt)	(%Pt)	(%Pt)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%Pt)
2013年	4～6月期	-	-	-	-	2.0				0.0	
	7～9月期	0.1	0.1	-	-	3.1				0.1	
	10～12月期	0.2	0.2	-	-	3.7				0.2	
2014年	1～3月期	0.8	0.5	0.1	0.2	2.9				0.5	
2013年度		1.1	0.8	0.1	0.2	11.7				0.9	0.9
2014年度		▲1.1	-	-	-	▲5.8	▲0.5	▲0.6	▲0.2	▲1.2	▲2.1
2015年度		-	-	-	-	▲11.7	▲1.2	▲1.7	▲1.2	▲1.5	▲0.3
2016年度		-	-	-	-	-	▲1.3	▲2.3	▲2.6	▲1.3	0.1

※1消費税率引き上げがない場合からの乖離で表示。但し、四半期は年間計に対する、また消費の内訳項目は消費全体に対する寄与度に換算。

※2駆け込み需要とその反動の想定については本文を参照。実質可処分所得目減りの影響は内閣府モデルに基づき試算。

(出所)内閣府資料等より伊藤忠経済研究所試算

d) 試算のまとめ

以上の駆け込み需要仮定及びモデル計数などに基づくと、消費税率の引き上げがない場合に比べ、2013 年度の実質 GDP は駆け込み需要によって 0.9%押し上げられる一方、2014 年度は駆け込み需要の反動と可処分所得の目減りによる支出減を受けて 1.2%押し下げられる。これを実質 GDP 成長率への影響に換算すると、2013 年度は+0.9%Pt、2014 年度は▲2.1%Pt となり、2014 年度に極めて大きな下押し効果が生じることになる。なお、2015 年度以降については、消費税率引き上げがない場合との乖離は膨らむが、成長率への影響は軽微となる。

(2) インフレへの影響

消費税率引き上げの消費者物価指数への影響は、消費税の課税対象品目と非課税品目に分けて考える必要がある。1997 年 4 月の消費税率 2%Pt 引き上げ時を見ると、課税対象品目を合成した指数は概ね 2%上昇しており、全体としてはフル転嫁が為されたものと判断される。今後予定される 2014 年 4 月

⁹ 短期日本経済マクロ計量モデル（2011 年版）

及び2015年10月の消費税率引き上げ時も基本的に同様と考えて良いだろう。一方、非課税品目の指数は、当然だが1997年4月にほとんど変動していない。

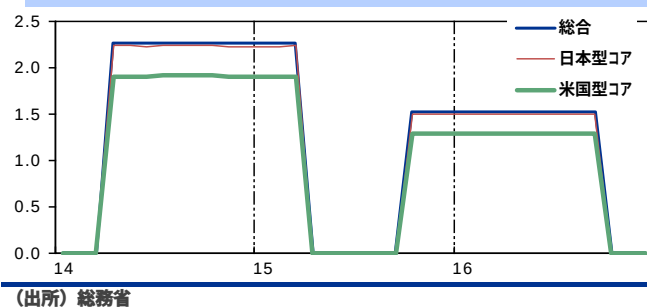
従って、固定基準年ラスパイレス指数である消費者物価指数において、消費税率引き上げの影響は、短期的には、課税品目と非課税品目の構成比によって決定される（消費税率引き上げが需要動向に影響を及ぼし需給ギャップを変動させる影響を含めない）。

全国消費者物価指数における非課税品目のウェイトは総合指数（ヘッドライン）が24.7%、生鮮食品を除く総合（日本型コア）は25.7%、食品及びエネルギーを除く総合（米国型コア）は36.1%である。従って過去1年の指数推移を前提に、**消費税率3%Pt引き上げのフル転嫁が行われた場合の消費者物価上昇率への影響は、総合指数が2.3%Pt、日本型コアは2.2%Pt、米国型コアは1.9%Ptと試算**できる。非課税品目のウェイトが高い米国型コアにおいて上昇率がマイルドとなる。

2014年度には、前項で分析した駆け込み需要の反動と可処分所得目減りによる需要減退を受けた需給ギャップ悪化によるインフレ率下押しが生じる。しかし、需給ギャップの物価への影響はタイムラグを伴うため、少なくとも年度前半に限れば、上述した消費税率引き上げの影響がそのまま現れることになるだろう。

消費税率引き上げのCPIへの影響

※消費税率引き上げによる変動のみ。需給ギャップ変動の影響は含まず。



3. 経済動向分析

(1) 輸出は回復も先行きに懸念

貿易統計によると、4～6 月期の輸出額（名目輸出）は前年比 4.8%（1～3 月期▲1.6%）と 3 四半期ぶりに増加した。当社試算の実質ベースでも、原系列が前年比 8.8%（1～3 月期 1.5%）へ、季節調整値も前期比 3.3%（1～3 月期 0.8%）と伸びを高めた¹⁰。浮揚感には乏しいが、輸出は緩やかに回復している。

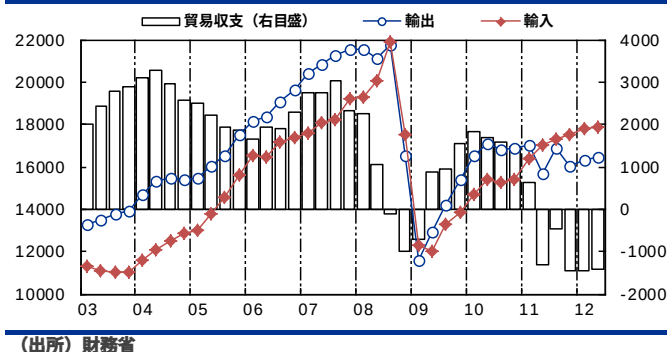
一方、輸入額（名目輸入）は 4～6 月期に前年比 5.1%（1～3 月期 9.9%）へ鈍化した。但し、実質ベースで見ると原系列は前年比 6.9%（1～3 月期 6.1%）へ伸びを高め、季節調整値では前期比 2.4%（1～3 月期▲0.1%）と明確に増加している。名目輸入の鈍化はエネルギー価格低下の影響が大きく、実質（数量）ベースで見れば、輸入は増勢が続いたと言える。

当社試算の 4～6 月期実質財輸出を仕向け地別に見ると、米国向けが前期比 7.5%（1～3 月期 3.2%）と引き続き増勢を維持したことに加え、アジア向けが 3.0%（1～3 月期▲0.1%）と 3 四半期ぶりの増勢に転じ、全体の増加に繋がっている。実質輸出全体の 4～6 月期前期比 3.3%に対する寄与度は米国向けが 1.3Pt、アジア向けは 1.6Pt である。

アジア向けは、底堅い成長を示している ASEAN 向けの輸出が前期比 7.2%（1～3 月期 8.5%）と高い伸びを維持したことに加え、1～3 月期まで 2 四半期連続で減少していた中国向け（1～3 月期▲5.3%、4～6 月期 2.9%）と NIEs 向け（1～3 月期▲2.6%、4～6 月期 2.7%）が切り返し、全体の押し上げに寄与した。

4～6 月期の貿易動向は、輸出が緩やかな回復基調を維持していることを確認するものであり、年度後半にかけて輸出が徐々に増勢を強めるとする当社メインシナリオに概ね沿った内容と言える。特に、1～3 月期まで減少していたアジア向けが増加に転じたことは注目される。しかし、足元で米国経済と中

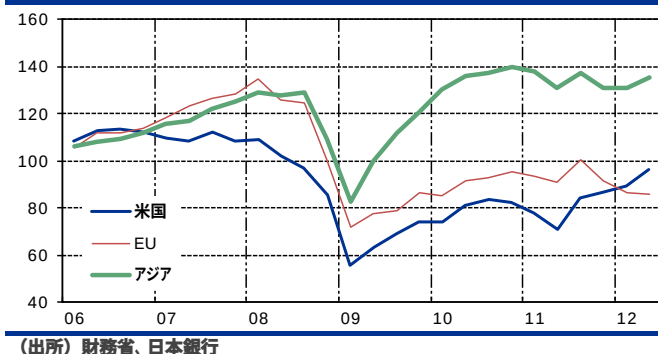
名目輸出入の推移（10億円、季調値）



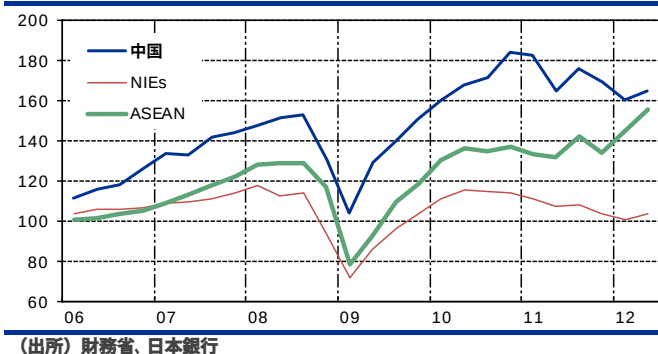
実質輸出入の推移（10億円、季調値、2005年基準）



地域別実質輸出の推移（2005年=100）



対アジア実質輸出の推移（2005年=100）



¹⁰ GDP 統計とは季節調整手法が異なる。当社試算では実質輸出は 4～6 月期に寧ろ伸びを高めた。

国経済の回復タイミングが後ずれしつつあるため、日本の輸出が勢いを増すのは 10～12 月期以降になりそうである。

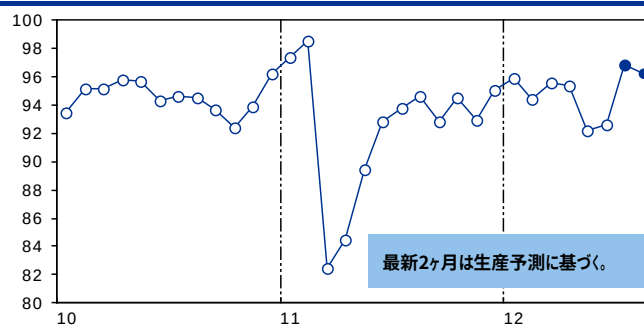
(2) 製造業生産に暗雲

6 月の鉱工業生産は前月比 0.4% (5 月▲3.4%) と 3 ヶ月ぶりに増加¹¹した。生産予測では 2.7% の大幅増加が、市場予想でも 1.5% のプラスが見込まれていたため、大幅な下振れである。7 月の生産予測は予測修正率¹²が▲0.8% と小幅の下方修正にとどまり、前月比では 4.5% の急増が見込まれており、統計データを見る限り、企業は 7～9 月期の生産計画を大きく下方修正はしていないようである。しかし、もともと 2.7% の大幅増加を見込んでいた 6 月が大幅に下振れしたため (実現率¹³▲2.8%)、7 月の生産予測に対する信頼性は大きく低下した。生産予測通り (7 月前月比 4.5%、8 月▲0.6%、9 月は横ばいと仮定) であれば、7～9 月期の鉱工業生産は前期比 3.2% と大幅に増加し、4～6 月期の▲2.0% の落ち込みをカバーする。しかし、そうした急反発は望み薄だろう。

4～6 月期に生産が低迷した要因として、主に三点が指摘される。第一は、繰り返し指摘してきた季節調整の歪みである。すなわち、ここ数年の大きな経済変動すなわち、リーマンショックや東日本大震災によって季節調整が歪んでいる可能性に留意する必要がある。たとえば、大震災で昨年 3～4 月の生産が落ち込み、5 月以降に急回復したことが季節変動として季節調整手法上処理されているために、今年 3～4 月の自動車生産が上振れ、5～6 月は下振れしている可能性である。こうした歪みがリーマンショックによる生産水準の急低下についても生じ、生産指数の変動を読みにくいものとしている。

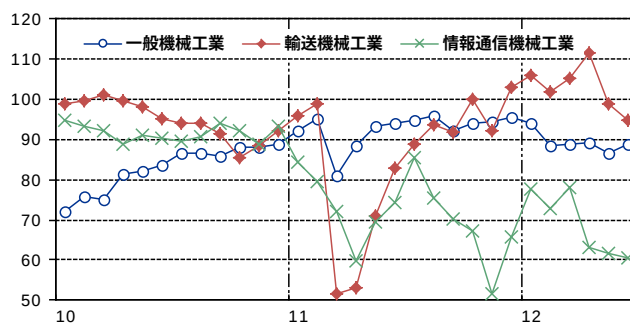
第二は、国内需要の低迷である。貿易統計等によれば、4～6 月期の実質財輸出は当社試算で前期比 3.3% (1～3 月期 0.8%)、日本銀行試算では 4.4% (1～3 月期▲0.1%) と明確に伸びを高めており、4～6 月期に外需は回復したと判断される。それにも関わらず、国内生産が低調だった理由は当然に国内需要に求められる。足元で、出荷が大きく落ち込んでいるのは、情報通信機械工業 (4～6 月期前期比▲19.1%)、その中でも薄型テレビなどが含まれる民生用電子機械の落ち込みが▲33.9% と特に厳しい。これは、昨年の地デジ移行に伴い、テレビや BD レコーダーなどの需要が先食いされたために、今年の夏のボーナス商戦が低調に推移したことが原因と考えられる。なお、オリンピック商戦は、大方の想定通り不発だった。加えて、8 月と見込まれるエコカー補助金の終了を睨んで、

鉱工業生産指数の推移 (2005年=100)



(出所) 経済産業省

機械セクターの生産推移 (2005年=100)



(出所) CEIC

¹¹ 速報の前月比▲0.1%が、確報で 0.4%へ上方修正された。

¹² 前月に示された生産予測からの指数水準の修正率。

¹³ 生産予測と生産予測実績の指数水準に関する乖離率。

自動車メーカーが生産平準化の観点から、先んじて生産調整を開始した可能性がある¹⁴。大震災の影響を除くために、2012年と2010年の完成車生産を比較すると1月11.0%、2月12.6%、3月3.8%、4月7.53%、5月6.9%、6月0.4%と明確に伸びが鈍化している。

第三に、輸入浸透度の上昇により、国内生産が抑制されている可能性も指摘される。これは、輸出全体が増加する下で、日本製品が高い競争力を有すると考えられてきた一般機械が4～6月期に前期比▲2.2%（1～3月期▲4.5%）と2四半期連続で減産している点が象徴的である。こうした変化は、円高継続による価格競争力の低下と東日本大震災による生産拠点分散などにより生じている可能性があるだろう。

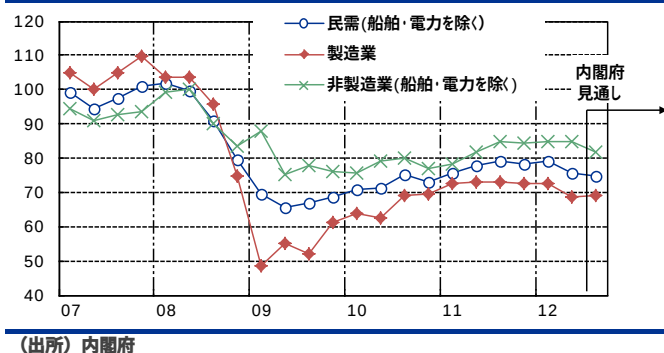
こうした三つの要因のうち、まず、第一の季節調整問題は今後緩和されると見込まれ、その一部が7月の生産予測が示す急増に含まれているとも考えられる。第二の国内需要要因については、テレビ要因は徐々に縮小するが、9月頃からエコカー補助金終了の影響が広がってくるため、緩和は期待できないだろう。第三の輸入浸透度要因については、現時点では可能性の範囲にとどまるが、実際に生じていれば容易な反転は見込めない。以上を踏まえれば、日本の鉱工業生産の回復ペースは今後も緩慢なものにとどまる可能性が高いと判断される。

(3) 設備投資には期待できず

GDP統計によると、4～6月期の設備投資は前期比1.5%（1～3月期▲1.6%）と2四半期ぶりに増加した。しかし、先行きは楽観できない。先行指標が明確に弱含んでいるためである。

設備投資の先行指標である機械受注の民需（除く船舶・電力）は4～6月期に前期比▲4.1%と2四半期ぶりに減少した。加えて、7～9月期について、内閣府見通しでは▲1.2%と2四半期連続の減少が見込まれている。4～6月期の大幅下振れにより、見通し算出に適用されている過去3四半期平均の達成率が若干下振れしていることを勘案¹⁵しても、7～9月期は横ばい程度にとどまる可能性が高く、4～6月期の落ち込みを取り戻すことは出来ない。

機械受注民需の実績と予測（2005年=100）



日本企業は欧州ソブリン問題など世界経済における下振れリスクの高まりを踏まえて、昨年末から投資抑制スタンスへ転じたが、その抑制度合いは足元で緩和されるところか強化されている可能性が高い。大震災からの回復を目指す復興投資には一定の底支えを期待できるものの、少なくとも設備投資に日本経済をけん引する役割は期待できないだろう。

(4) 雇用・賃金情勢は回復せず

雇用・所得情勢に回復の動きは見られない。6月の就業者数は前月差27万人（5月▲10万人）と4

¹⁴ 生産調整の本格化は10～12月期からと考えられ、報道によればトヨタも同様の方針を示している。

¹⁵ 内閣府見通しは、受注企業ヒアリングによる単純集計値に過去3四半期平均の達成率を乗じて算出される。達成率は10～12月期95.1%、1～3月期92.9%、4～6月期88.2%と4～6月期に大きく低下した。7～9月期見通しに乘じられている達成率は92.0%である。なお、単純集計値に基づく7～9月期見通しは前期比7.3%だった。

か月ぶりに増加したものの、四半期で見れば 1～3 月期の前期差▲20 万人に続き、4～6 月期も▲15 万人と 2 四半期連続の減少である。失業率は 1～3 月期平均 4.6%が 4～6 月期に 4.4%へ低下したが、高齢化などによる労働市場からの退出が主因であり、雇用情勢の回復は意味していない。

一方、賃金情勢にも改善の動きはない。現金給与総額（平均賃金）は 2～4 月に前年比プラスへ転じたものの、昨年度の業績低迷を反映した特別給与の減少などが響き、5 月以降は再び水面下に沈んでいる。賃金情勢のトレンドを規定するフルタイム労働者の所定内給与に限って見ても、昨年の大震災の反動を除けば、ほぼ横ばいの推移にとどまっている。

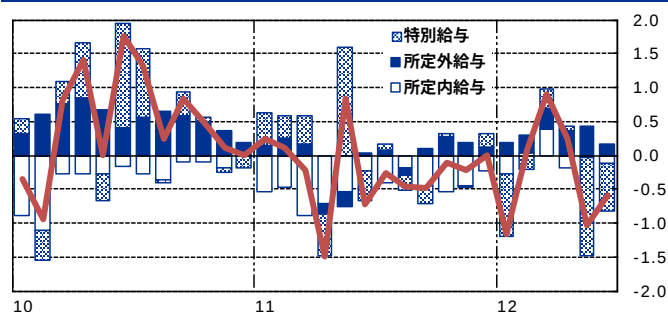
こうした雇用及び賃金情勢の低迷を反映し、GDP 統計でも 4～6 月期の雇用者報酬は前年比▲0.5%（1～3 月期 0.0%）と 3 四半期ぶりに減少した。なお、季節調整値も前期比▲0.5%と減少している。

(5) ペントアップ・ディマンドー巡で消費鈍化

4～6 月期の個人消費は前期比 0.1%（1～3 月期 1.2%）とほぼ横ばいまで減速した。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¹⁶。

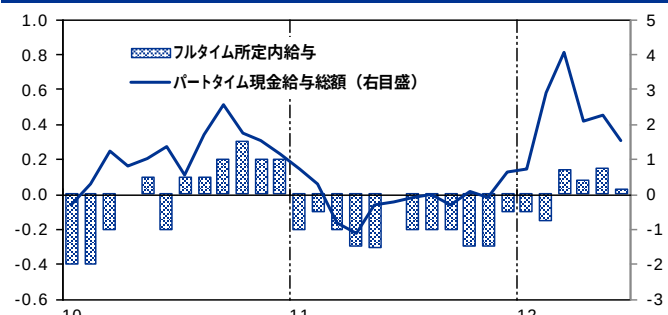
4～6 月期までの個人消費拡大に貢献してきたエコカー補助金は 8 月中にも予算が尽き、自動車販売は 7～9 月期に伸びが大きく低下、10～12 月期には大きな反動減が避けられない。自動車販売は個人消費を 1～3 月期に前期比 0.7%Pt、4～6 月期も 0.2%Pt 押し上げた当社では試算しているが、7～9 月期にはゼロ寄与に、そして 10～12 月期には▲1.5%Pt もの大幅な押し下げ寄与へ転じる見込みである。ペントアップ・ディマンドが一巡し、かつ既に見たように雇用・所得情勢が回復していない下で

現金給与総額の推移（前年比、%）



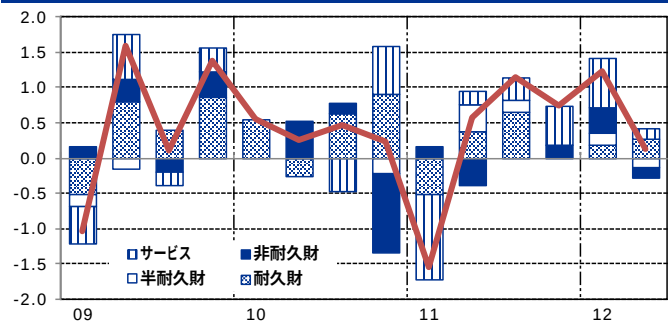
（出所）厚生労働省

フルタイムとパートタイムの賃金推移（前年比、%）



（出所）厚生労働省

個人消費の動向（前期比、%、%Pt）



（出所）内閣府

¹⁶ 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。

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。

(6)住宅投資は拡大

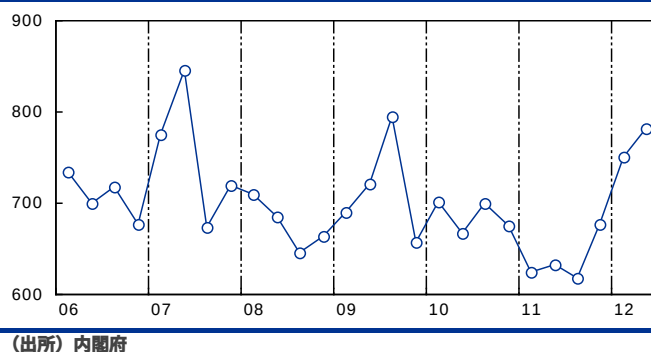
4～6月期の住宅投資は前期比0.8%（1～3月期▲1.6%）と2四半期ぶりに増加した。足元では、住宅ローン金利の低下や被災地での建設需要などが住宅投資を下支えしており、7～9月期以降も緩やかな拡大が見込まれる。加えて、2013年度入り後は、消費税率引き上げを受けた駆け込み需要により住宅投資の伸びは加速する可能性が高い（詳細は「2.消費税率引き上げの影響」を参照）。

(7)公共投資は増加継続

4～6月期の公共投資は前期比1.7%（1～3月期3.6%）と2四半期連続で増加した。

また、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いる。公共工事請負額は4～6月期に前期比6.9%（1～3月期9.0%、当社季節調整値）と2四半期連続で増加、機械受注の官公需も4～6月期に4.2%（1～3月期10.9%）と3四半期連続で増加した。復興投資の執行進捗により公共投資は7～9月期も増勢を維持する可能性が高い。但し、内閣府見通しでは7～9月期の機械受注・官公需は二桁減少が見込まれており、10～12月期は復興投資による公共投資増加は一巡しそうである。

機械受注の官公需(10億円)



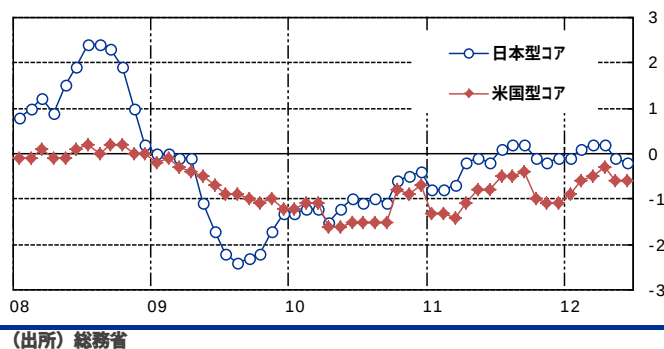
(8)インフレに弱含みの動き

全国消費者物価指数統計によると、6月の生鮮食品除く総合（日本型コア）は前年比▲0.2%となり、5月の▲0.1%から下落幅が拡大した。一方、食料及びエネルギー除く総合（米国型コア）は▲0.6%と5月から変わらずのマイナス幅だった。

6月については、原油価格下落などをを受けてガソリン価格が前年比▲3.2%（5月0.9%）と下落に転じるなどしたため、エネルギー価格の上昇幅が5月の3.7%から6月は2.0%へ縮小した影響が大きい。エネルギーの日本型コアに対する寄与度は0.14%Pt縮小した（5月0.31%Pt→6月0.17%Pt¹⁷）。

エネルギー以外で変化幅が大きい品目を見ると、生鮮食品を除く食料は前年比0.1%（5月▲0.2%）と、上昇に転じ、日本型コアに対する寄与度が高まった（▲0.02%Pt→0.02%Pt）。一方、テレビは調査対象製品の入れ替えなども寄与し2～4月に3

全国CPIの推移（前年比、%）



¹⁷ 当社による試算値。消費者物価指数の公表が小数点第一位までのため精緻ではない。なお、総務省のリリース資料における寄与度は総合に対するもの。以下の日本型コアに対する寄与度も同様。

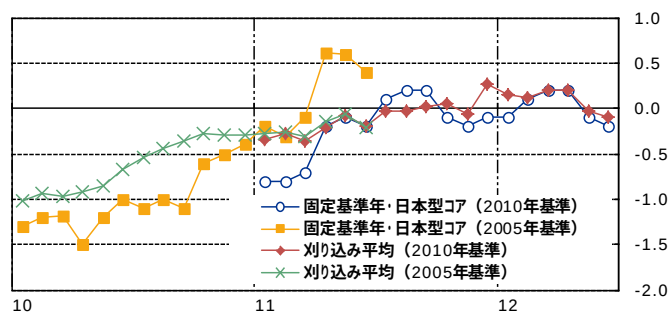
ヶ月連続で前年比プラスとなったものの、5月に▲0.4%と再びマイナス圏へ転じ、6月は▲6.1%へマイナス幅が拡大している（寄与度：5月▲0.0%Pt→6月▲0.04%Pt）。なお、テレビは前月比で見ると、足元で5月▲6.1%、6月▲4.8%と、2011年までに劣らないペースの下落率となっている。

6月の日本型コアの下落幅拡大の過半は、エネルギー価格で説明でき、エネルギー価格の変化を除けば、

日本のインフレ率の基調は変わっていないように見える。しかし、当社がインフレのトレンドを把握するために算出している刈り込み平均CPI前年比を見ると、4月まで5ヶ月連続で0.1%を超えるプラスを確保した後、5月▲0.03%、6月▲0.09%と幾分弱含んできている。加えて、エネルギー価格変動の直接の影響を受けない米国型コアの季節調整値を見ると、5月前月比▲0.2%、6月▲0.1%と2ヶ月連続で下落している。

日本のインフレ率は均してみれば、ゼロ近傍の推移を続けているものの、幾分強含みの動きを見せていた昨年末から今年4月までと比べ、足元では幾分弱含みの動きが目立つ状況にあると判断される。今後は電気料金値上げや食料価格上昇などが下支えになるとも考えられるため、マイナス幅が大きく拡大していくとは予想されないものの、日本銀行が7月の中間評価で示した2012年度の日本型コアCPI前年比0.2%の見通しは達成が厳しくなってきたと言えるだろう。

刈り込み平均CPIの推移（前年比、%）



（出所）総務省資料より当社作成

【日本主要経済指標】

日本の実体経済関連指標の推移

		2010 年度	2011 年度	2011年				2012年
				4～6月	7～9月	10～12月	1～3月	4～6月
実質GDP	前期比%			▲0.5	1.8	0.1	1.3	0.3
	前期比年率%			▲1.9	7.4	0.3	5.5	1.4
	前年比%	3.3	▲0.0	▲1.8	▲0.6	▲0.7	2.9	3.5
実質個人消費	前期比,%	1.6	1.2	0.6	1.1	0.7	1.2	0.1
実質設備投資	前期比,%	3.9	1.1	▲0.9	0.3	5.5	▲1.6	1.5
実質純輸出（寄与度）	前期比,%Pt	0.8	▲1.0	▲0.9	0.7	▲0.7	0.1	▲0.1
実質輸出	前期比,%	17.4	▲1.4	▲5.8	7.9	▲3.6	3.4	1.2
実質輸入	前期比,%	12.2	5.6	0.0	3.4	1.0	2.2	1.6
名目GDP	前期比,%	1.2	▲2.0	▲1.4	1.6	▲0.3	1.4	▲0.1

		2010 年度	2011 年度	2011年				2012年
				4～6月	7～9月	10～12月	1～3月	4～6月
輸出額（貿易統計）	前期比,%			▲7.9	7.4	▲4.9	2.0	0.7
	前年比,%	14.9	▲3.7	▲8.1	0.5	▲5.5	▲1.6	4.8
輸入額（貿易統計）	前期比,%			3.7	1.8	1.0	1.6	0.5
	前年比,%	16.0	11.6	10.5	13.8	12.4	9.9	5.1
鉱工業生産	前期比,%			▲4.2	5.4	0.4	1.3	▲2.0
	前年比,%	9.3	▲1.0	▲5.8	▲0.9	▲1.6	4.8	5.3
機械受注 （民間需要・除く船舶・電力）	前期比,%			2.8	1.6	▲0.7	0.9	▲4.1
	前年比,%	9.1	6.2	9.8	5.8	6.7	3.3	▲1.7
法人企業 売上高	前年比,%	7.4	▲3.6	▲11.6	▲1.9	▲1.3	0.6	
法人企業 経常利益	前年比,%	38.9	▲6.1	▲14.6	▲8.5	▲10.3	9.3	
失業率	%	5.0	4.5	4.7	4.4	4.5	4.6	4.4
名目賃金	前年比,%	0.5	▲0.3	▲0.6	▲0.4	▲0.1	0.0	▲0.7
小売業販売額	前期比,%			1.3	0.5	▲1.0	4.0	▲0.5
	前年比,%	0.8	0.8	▲1.7	▲1.0	0.8	5.2	3.1
新車販売台数（含む軽）	前年比,%	▲5.7	3.3	▲33.1	▲15.8	22.9	47.5	62.6
住宅着工戸数	年率換算,万戸	81.9	84.1	82.4	88.3	79.6	86.2	87.8
	前年比,%	5.6	2.7	4.1	7.9	▲4.5	3.7	6.2
消費者物価指数（除く生鮮）	前年比,%	▲0.8	▲0.0	▲0.3	0.2	▲0.2	0.1	▲0.0

（注）前期比、失業率及び住宅着工戸数の年率換算値は季節調整系列、前年比は原系列により算出。

東日本大震災に伴い、失業率の一部データは推計値。

主要地域の成長率推移

		2010 暦年	2011 暦年	2011年			2012年	
				4～6月	7～9月	10～12月	1～3月	4～6月
米国成長率	前期比年率,%			2.5	1.3	4.1	2.0	1.5
	前年比,%	2.4	1.8	1.9	1.6	2.0	2.4	2.2
ユーロ圏成長率	前期比年率,%			0.7	0.4	▲1.3	0.1	
	前年比,%	2.0	1.5	1.8	1.3	0.3	0.3	
中国成長率	前年比,%	10.4	9.2	9.5	9.1	8.9	8.1	7.6

（出所）CEIC

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。見通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。