

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

世界経済の停滞長期化を受け、2012 年度成長率予想を引き下げ (日本の 4～6 月期 2 次 QE)

4～6 月期成長率は、在庫投資下振れで、年率 0.7% へ下方修正。世界経済の低迷長期化を受けて 7～9 月期以降の成長率予想を引き下げ。成長率予想は 2012 年度 1.7%、2013 年度 2.2%。

4～6 月期成長率は年率 0.7% へ下方修正

日本の 2012 年 4～6 月期実質 GDP 成長率は、1 次推計値の前期比 0.3%・年率 1.4%が、2 次推計値で前期比 0.2%・年率 0.7%へ下方修正された。市場予想の年率 1.0% (当社 1.1%) を若干下回るものの、サプライズと言うほどの下振れではない。

2012 年度の発射台が低下

但し、過去 1 年の成長率を見ると、2011 年 4～6 月期が年率▲1.9%から▲1.3%へ上方修正されたものの、その後は 7～9 月期が 7.4%から 6.9%へ、10～12 月期は 0.3%で変わらず、2012 年 1～3 月期は 5.5%から 5.3%へと総じて下方修正である。これは**発射台(成長のゲタ)**という観点から 2012 年度成長率の若干の下方修正要因になる。

在庫投資の下方修正が響く

4～6 月期成長率の 2 次推計値での下方修正は、何よりも在庫投資の寄与度が前期比▲0.0%Pt から▲

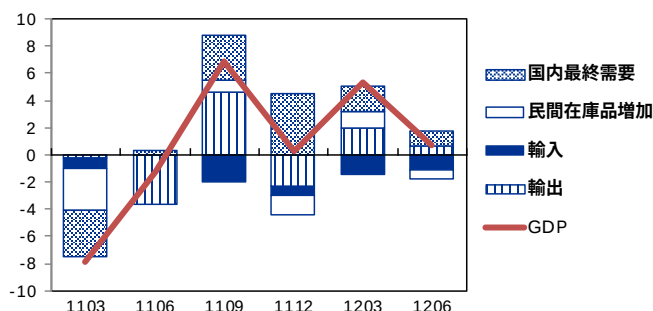
0.2%Pt へ大幅に下方修正されたのが響いた。

他の需要項目については、住宅投資 (1 次推計値前期比 0.8%→2 次推計値 0.9%) と公共投資 (1.7%→1.8%) は上方修正されたが、設備投資 (1.5%→1.4%) と政府消費 (0.3%→0.2%) が下方修正されたため、在庫投資を除いても若干の下方修正だった。

4～6 月期の成長イメージは変わらず

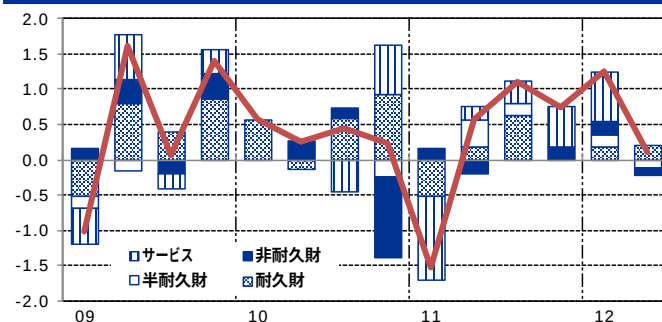
4～6 月期成長率の下方修正幅は、想定より幾分大きめとなったが、4～6 月期の日本経済に対する認識を大きく変更する必要はない。大震災後のペントアップ・ディマンドが一巡し

GDP 成長率の四半期推移 (前期比年率、%、%Pt)



(出所) 内閣府

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

前期比,%,%Pt	2011年		2012年		2012年4～6月		4～6月1次QE	
	10～12月	1～3月	前期比	寄与度	前期比	寄与度	前期比	寄与度
実質 GDP	0.1	1.3	0.2		0.3		0.3	
(前期比年率%)	0.3	5.3	0.7		1.4		1.4	
(前年比%)	▲0.7	2.9	3.2		3.5		3.5	
国内需要	0.8	1.1	0.2	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4
民間需要	1.0	1.0	0.2	0.1	0.4	0.3	0.4	0.3
個人消費	0.7	1.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
住宅投資	0.1	▲1.6	0.9	0.0	0.8	0.0	0.8	0.0
設備投資	5.5	▲1.6	1.4	0.2	1.5	0.2	1.5	0.2
在庫投資 (寄与度)	(▲0.4)	(0.3)		▲0.2		0.0		0.0
公的需要	0.1	1.5	0.5	0.1	0.6	0.2	0.6	0.2
政府消費	0.4	1.1	0.2	0.0	0.3	0.1	0.3	0.1
公共投資	▲1.0	3.6	1.8	0.1	1.7	0.1	1.7	0.1
純輸出 (寄与度)	(▲0.7)	(0.1)		▲0.1		▲0.1		▲0.1
輸出	▲3.6	3.4	1.2	0.2	1.2	0.2	1.2	0.2
輸入	1.0	2.2	1.6	▲0.3	1.6	▲0.3	1.6	▲0.3
名目 GDP	▲0.3	1.3	▲0.3		▲0.1		▲0.1	
(前年比%)	▲2.4	1.5	2.2		2.4		2.4	
デフレーター (前年比%)	▲1.8	▲1.3	▲0.9		▲1.1		▲1.1	

(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。

たことで個人消費が減速、日本経済全体の成長ペースも鈍化している。寧ろ、焦点となるのは、2012 年下期以降の成長ペースである。

世界経済の停滞長期化で 7～9 月期以降の成長イメージが下振れ

7～9 月期に入り、世界経済の停滞長期化を映じて、輸出や生産の弱含みが鮮明となっており、2012 年 7～9 月期以降及び 2012 年度全体に関して、成長率予想の下方修正が避けられない。当社は、従来から 10～12 月期については、エコカー補助金終了後の需要減によるマイナス成長を予想していたが、輸出低迷で 7～9 月期からマイナス成長へ転落するリスクが出てきた。但し、輸出や生産、自動車販売などが弱含む一方で、復興投資を受けて公共投資は増勢を維持し、自動車販売以外の個人消費は力強さを欠くが大きく落ち込んでいる訳ではない。そのため、公共投資や個人消費（除く自動車販売）で、輸出等の弱含みを吸収できるか否かが、7～9 月期の成長率を考える上での鍵を握る。マイナス成長転落のリスクは否定しないが、7 月単月で判断するには時期尚早であり、今後公表される 8 月の輸出や個人消費データを見極める必要があるだろう。当社の現時点での四半期成長率予想は、7～9 月期前期比 0.1%(年率 0.5%)、10～12 月期▲0.2%(▲0.6%)、2012 年 1～3 月期 0.3% (1.4%)である。

2012 年度成長率予想を 1.7%へ引き下げ

2012 年 7～9 月期以降の成長イメージの下方修正に加え、上述した遡及修正による発射台の低下も踏まえ、2012 年度の成長率予想を 2.0%から 1.7%へ引き下げる。なお、2013 年度は消費税率引き上げ前の駆け込み需要により 2.2%へ成長が加速すると予想している（従来予想を据え置き）。

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	1.7	2.2
国内需要	2.6	1.0	2.0	2.2
民間需要	3.2	0.6	1.9	2.9
個人消費	1.6	1.2	1.2	2.1
住宅投資	2.6	3.8	3.1	12.6
設備投資	3.9	1.1	4.1	2.9
在庫投資(寄与度)	(0.8)	(▲0.5)	(0.0)	(0.2)
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)	(▲0.2)	(0.0)
輸出	17.4	▲1.4	4.3	5.4
輸入	12.3	5.6	6.2	6.1
名目 GDP	1.2	▲2.0	1.5	1.6
実質 GDP(暦年ベース)	4.5	▲0.8	2.3	1.4
鉱工業生産	9.4	▲1.2	▲2.0	2.4
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。