

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

2012 年 10 ~ 12 月期の日本経済は年率 ▲ 0.3% のゼロ成長に (10 ~ 12 月期の 1 次 QE 予想)

10 ~ 12 月期は前期比年率 ▲ 0.3% のほぼゼロ成長を予想。7 ~ 9 月期に続き、外需が落ち込んだものの、個人消費が回復、公共投資が拡大を続けたことで内需が持ち直し、内外需がほぼ拮抗した模様。4 月からの景気後退局面は 11 月で終了し、日本経済は 1 ~ 3 月期からプラス成長へ復帰と予想。

10 ~ 12 月期成長率は年率 ▲ 0.3% のゼロ成長を予想

内閣府は、2 月 14 日に 2012 年 10 ~ 12 月期の四半期別 GDP 統計一次推計値 (一次 QE) を公表する。当社は 10 ~ 12 月期の日本経済を前期比 ▲ 0.1%、年率 ▲ 0.3% のほぼゼロ成長と予想する。

輸出の落ち込みを個人消費の回復と公共投資の拡大が補う

7 ~ 9 月期は内外需が共に落ち込み、日本経済は年率 ▲ 3.5% の大幅な落ち込みを余儀なくされたが、10 ~ 12 月期は内需の持ち直しと外需の落ち込み継続が概ね拮抗したことから、ゼロ成長まで成長率が回復した模様である。7 ~ 9 月期 2 次 QE 公表時の当社想定との対比では、個人消費を中心に内需が上振れする一方、外需が下振れし、結果的に GDP 成長率は概ね 3 ヶ月前の想定通りになったと考えられる¹。

10 ~ 12 月期に日本経済を大きく押し下げたのは、輸出の 2 四半期連続の減少である。輸出は 10 ~ 12 月期に前期比 ▲ 3.9% (7 ~ 9 月期 ▲ 5.1%) と 2 四半期連続で減少、輸出だけで成長率を 0.6%Pt、輸入を控除した純輸出でも 0.4%Pt 押し下げた。そうした輸出の下押しを相殺したのは個人消費の予想を上回る回復 (前期比 0.5%) と復興予算の進捗を受けた公共投資の増加 (2.1%) である。個人消費は、雇用需給の改善が止まり、賃金下落が続くなど雇用所得環境は必ずしも良好とは言えず、また消費者態度指数が低下するなどマインドが悪化したにも関わらず、サービス支出を中心として力強い回復を示している。

景気後退局面は 11 月に終了

7 ~ 9 月期までの現行 GDP 統計と当社予想を前提にすれば、日本経済は 3 四半期連続のマイナス成長となる。但し、3 四半期連続のマイナスとは言っても、7 ~ 9 月期の落ち込みが極めて急な一方で、4 ~ 6 月期と 10 ~ 12 月期のマイナス度合いは、年率換算で 0.1 ~ 0.3% にとどまる。つまり、両端の四半期がほぼゼロ成長であることを勘案すれば、日本経済は極めて急激に落ち込んだが、落ち込んだ期間は極めて短期にとどまったと言える。景気後退局面か否かは、波及度・変化幅・期間という三つの観

実質 GDP 成長率の推移と予想

	2011年 2012年				2012年10 12月	
	前期比, %, %Pt	10 ~ 12月	1 ~ 3月	4 ~ 6月	7 ~ 9月	前期比 寄与度
実質 GDP		0.1	1.4	▲ 0.0	▲ 0.9	▲ 0.1
(前期比年率 %)		0.3	5.7	▲ 0.1	▲ 3.5	▲ 0.3
(前年比 %)		▲ 0.2	3.4	3.9	0.5	0.5
国内需要		0.8	1.3	0.1	▲ 0.2	0.3 0.3
民間需要		1.1	0.9	▲ 0.3	▲ 0.5	0.2 0.1
個人消費		0.5	1.1	0.1	▲ 0.4	0.5 0.3
住宅投資		▲ 0.1	▲ 1.1	1.5	0.9	3.8 0.1
設備投資		7.3	▲ 2.4	0.1	▲ 3.0	▲ 1.4 ▲ 0.2
在庫投資 (寄与度)	(▲ 0.5)	(0.3)	(▲ 0.3)	(0.3)		▲ 0.1
公的需要		0.1	2.5	1.4	0.8	0.8 0.2
政府消費		0.5	1.4	0.5	0.6	0.5 0.1
公共投資		▲ 1.3	7.8	5.4	1.5	2.1 0.1
純輸出 (寄与度)	(▲ 0.7)	(0.1)	(▲ 0.2)	(▲ 0.7)		▲ 0.4
輸出		▲ 3.8	3.3	0.8	▲ 5.1	▲ 3.9 ▲ 0.6
輸入		1.0	2.4	1.8	▲ 0.4	▲ 1.5 0.2
名目 GDP		▲ 0.3	1.5	▲ 0.5	▲ 0.9	0.1
(前年比 %)		▲ 1.8	2.3	2.9	▲ 0.3	▲ 0.0
デフレーター (前年比 %)		▲ 1.6	▲ 1.1	▲ 1.0	▲ 0.8	▲ 0.5

(出所) 内閣府

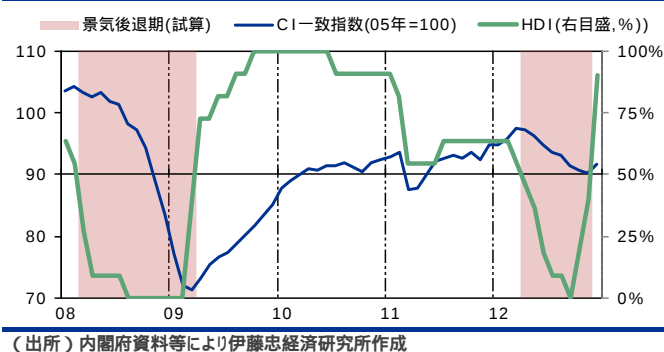
¹11 月 12 日時点で当社は 10 ~ 12 月期を前期比 ▲ 0.1%・年率 ▲ 0.2% と予想していた。詳細は 11 月 12 日付 Economic Monitor 「 7 ~ 9 月期の日本経済は大幅なマイナス成長、10 ~ 12 月期も景気低迷が継続する見込み 」 を参照。

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。

点から検討されるが、期間の観点において景気後退の条件を満たさない可能性がある。

そこで、現時点で入手できる 12 月迄の経済データに基づき、景気基準日付の算出に用いられるヒストリカル DI (HDI) を、当社が一定の仮定を置いた上で試算したところ、2012 年 4 月に景気後退を意味する 50% 割れへ転じた後、11 月まで 50% を割り込んでいたが、12 月に 50% を大きく上回る 90% まで上昇している。

CI一致指数とヒストリカルDI試算値



すなわち、当社試算のHDIは日本経済が4月から景気後退局面入りし、12月に後退局面から脱したことを示している。この場合、景気後退局面は2012年4～11月の僅か8ヶ月で終了する。このHDIの推移は景気後退の要件²を満たすが、過去に景気後退期間が10ヶ月を下回ったのは1951年の4ヶ月と1977年の9ヶ月の2回のみである。そのため、認定権限を有する景気基準日付委員会が、総合的な判断から景気後退と判断しないこともありえる。なお、4月から低下に転じていたCI景気一致指数も、12月には前月差2%Pt以上の明確な上昇へ転じ、HDIと整合する動きを示す見込みである。

1～3月期にはプラス成長へ復帰

昨年12月に景気後退から脱したと考えられる日本経済は、2013年1～3月期に実質GDP成長率の観点からも明確なプラス成長へ転じる見込みである。10～12月期の成長率を大きく押し下げた輸出も12月には底入れの動きを示しており、1～3月期には持ち直しに転じると考えられる。鉱工業生産統計の生産予測データからは、輸出増加を受けた生産回復の動きも読み取ることができる。また、円安による企業収益押し上げ期待が株高を招いており、資産効果により個人消費もサポートされるだろう。但し、既に述べたように、10～12月期の個人消費の回復が雇用所得環境やマインドの観点から裏付けられるものではなかったが故に、1～3月期の個人消費の動向には一抹の不安もある。

【需要項目別の予想】

個人消費は10～12月期に前期比0.5%（7～9月期▲0.4%）と2四半期ぶりの拡大が見込まれる。エコカー補助金の終了を受けて自動車販売など耐久財消費が減少したものの、サービス消費が高い伸びを示し、全体を押し上げた。また、自動車販売の落ち込みも想定よりは軽微にとどまった。

住宅着工戸数の増加基調を反映し、住宅投資は10～12月期に前期比3.8%（7～9月期0.9%）と3四半期連続で増加した見込みである。消費税率引き上げを睨んでの住宅前倒し購入意欲の高まりも、住宅投資の拡大に繋がっていると考えられる。

復興投資の執行進捗を反映し、公共投資は前期比2.1%（7～9月期1.5%）と4四半期連続の増加を予想する。先行指標である公共工事請負の動向から見ると2013年1～3月期には増勢が弱まる可能性が高い。但し、2012年度補正予算の執行を受けて4～6月期には再び増加ペースが速まる見込みである。

² なお、期間の観点について景気動向指数研究会では目安を「景気の山（谷）が、直前の景気の谷（山）から5ヶ月以上経過しており、前の景気循環の山（谷）から15ヶ月以上経過していること」と設けている。

輸出や鉱工業生産の低迷に加え、先行き不透明感の高まりもあり、設備投資は10～12月期に2四半期連続で減少したと見込まれる。但し、非製造業の流通投資やシステム投資が拡大したため、10～12月期の減少ペースは前期比▲1.4%と、7～9月期の▲3.0%からは和らぐ。

世界経済の低空飛行や累積的な円高の効果に加え、日中間のトラブルもあり、輸出は前期比▲3.9%（7～9月期▲5.1%）と2四半期連続の大幅減少を余儀なくされた模様である。一方、輸入は前期比▲1.5%（7～9月期▲0.4%）と、日本の加工貿易構造を反映し、生産財輸入を中心として輸出低迷に沿うかたちで減少したと考えられる。化石燃料の輸入業者に対し新たに10月から環境税が課税され、9月に駆け込み輸入が、10月に反動減が生じたことも10～12月期の輸入を押し下げた³。但し、個人消費の堅調推移や輸入浸透度の高まり等を反映し、輸入の減少幅が輸出を大きく下回ったため、純輸出は成長率を0.4%Pt押し下げた見込みである（7～9月期は0.7%Ptの押下げ）。

³ この動きにより7～9月期の実質GDP成長率が押し下げられ、10～12月期は押し上げられたことも、ボラタイルな成長率推移に寄与した。