

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

日本経済は 3 四半期連続のマイナス成長も先行きは明るい

昨年 10～12 月期の日本経済は年率 ▲0.4%と 3 四半期連続のマイナス成長。個人消費や公共投資が伸びたものの、輸出や設備投資の落ち込みを完全には補えず。世界経済復調に伴う輸出の回復を受けて、1～3 月期から日本経済は回復へ転じる見込み。4～6 月期以降は、円安や 2012 年度補正予算による公共投資増加、消費税率引き上げ前の駆け込み需要もあって成長ペースが加速すると予想。

3 四半期連続のマイナス成長も先行きは明るい

内閣府が公表した四半期別 GDP 統計一次推計値（一次 QE）によると、2012 年 10～12 月期の日本経済は前期比 ▲0.1%、年率 ▲0.4%と 3 四半期連続のマイナス成長を余儀なくされた。当社予想の前期比 ▲0.1%、年率 ▲0.3%にほぼ一致し、想定通りの結果である。市場予想は前期比 0.1%とプラスだったため符号が異なるが、ゼロ近傍には変わらず、サプライズは小さいだろう。

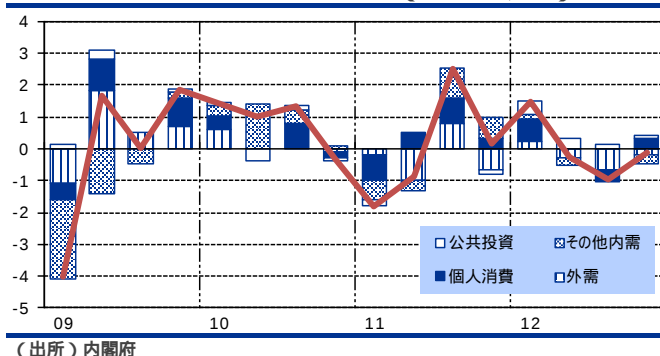
また、後述するように日本経済は昨年 12 月に短期の後退局面を脱し、2013 年 1～3 月期にはプラス成長へ復帰する可能性が高い。3 四半期連続のマイナス成長は、あくまでも過去の結果と認識すべきである。

10～12 月期実績の公表に伴い、4～6 月期は前期比年率 ▲1.0%（改訂前 ▲0.1%）7～9 月期も ▲3.8%（改訂前 ▲3.5%）へ下方修正されている。また、2012 年については、4～6 月期以降の 3 四半期がマイナス成長に陥ったものの、大震災で 2011 年が前年比 ▲0.6%とマイナス成長に転落した反動に加え、2012 年 1～3 月期に前期比年率 6.0%の高成長で発射台が上がった（プラスのゲタを履いた）こともあり、成長率は 1.9%と明確なプラスへ転じている。

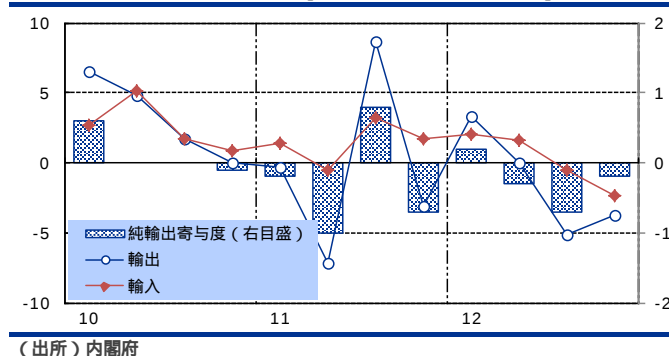
外需の落ち込みを、内需で補えず

前期 2012 年 7～9 月期は内外需が共に落ち込み、日本経済は年率 ▲3.8%の大幅な落ち込みを余儀なくされた。10～12 月期は内需が持ち直し（7～9 月期前期比寄与度 ▲0.3%Pt→10～12 月期 0.1%Pt）、外需の落ち込みも前期から和らいだものの（7～9 月期 ▲0.7%Pt→10～12 月期 ▲0.2%Pt）、プラス成長には届かなかった。

実質GDP成長率の動向（前期比、%）



輸出入の動向（前期比、%、%Pt）



実質GDP成長率の推移

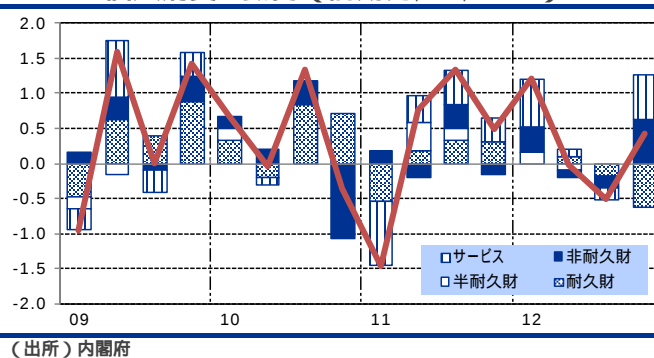
前期比、%、%Pt	2012年			10～12月	
	1～3月	4～6月	7～9月	前期比	寄与度
実質GDP	1.5	▲0.2	▲1.0	▲0.1	
（前期比年率%）	6.0	▲1.0	▲3.8	▲0.4	
（前年比%）	3.4	3.8	0.4	▲0.2	
国内需要	1.3	0.0	▲0.3	0.1	0.1
民間需要	0.9	▲0.4	▲0.6	▲0.2	▲0.1
個人消費	1.2	0.0	▲0.5	0.4	0.3
住宅投資	▲1.7	2.2	1.6	3.5	0.1
設備投資	▲2.6	▲0.2	▲3.6	▲2.6	▲0.3
在庫投資（寄与度）	(0.4)	(▲0.4)	(0.3)		▲0.2
公的需要	2.6	1.5	0.8	0.7	0.2
政府消費	1.5	0.4	0.4	0.6	0.1
公共投資	8.4	6.1	2.5	1.5	0.1
純輸出（寄与度）	(0.2)	(▲0.3)	(▲0.7)		▲0.2
輸出	3.4	0.0	▲5.1	▲3.7	▲0.5
輸入	2.1	1.7	▲0.5	▲2.3	0.4
名目GDP	1.4	▲0.5	▲1.1	▲0.1	
（前年比%）	2.3	2.9	▲0.4	▲0.4	
デフレーター（前年比%）	▲1.0	▲0.9	▲0.8	▲0.2	

（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。

10～12 月期に日本経済を押し下げたのは、引き続き輸出の大幅な減少である。輸出は 10～12 月期に前期比 ▲3.7% (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 0.5%Pt、輸入を控除した純輸出でも 0.2%Pt 押し下げた。輸出減少に伴う稼働率低下などを受けて、製造業を中心に設備投資は冷え込み、10～12 月期に ▲2.6% (7～9 月期 ▲3.6%) と 4 四半期連続で減少している。また、7～9 月期に前期比寄与度 0.3%Pt と積み上がった在庫投資が、10～12 月期に ▲0.2%Pt と削減されたことも成長率を押し下げた。

個人消費の動向 (前期比、%、%Pt)



個人消費と公共投資が好調

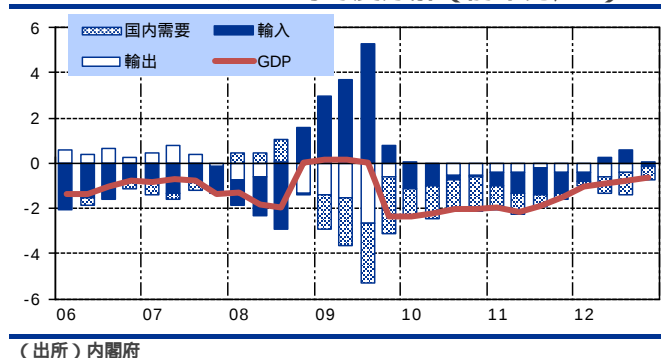
そうした輸出や設備投資の下押しを和らげたのは、個人消費の予想を上回る回復と復興予算の進捗を受けた公共投資の 4 四半期連続の増加である。実質雇用者報酬が前期比 ▲0.5% (名目では ▲0.3%) と減少、また消費者態度指数が低下するなどマインドは悪化したにも関わらず、非耐久財支出やサービス支出を中心として、個人消費は前期比 0.4% (7～9 月期 ▲0.5%) と力強い回復を示した。なお、エコカー補助金の終了を受けて耐久財消費は ▲6.5% と大きく落ち込んでいる。また、消費税率引き上げを睨んでの住宅前倒し購入意欲の高まりも寄与し、住宅投資は前期比 3.5% と 3 四半期連続で拡大した。公共投資は 10～12 月期に前期比 1.5% と 4 四半期連続で増加したが、2012 年 1～3 月期の前期比 8.4% をピークに増勢は鈍化してきている (4～6 月期 6.1% → 7～9 月期 2.5% → 10～12 月期 1.5%)。

個人消費デフレーターは一進一退

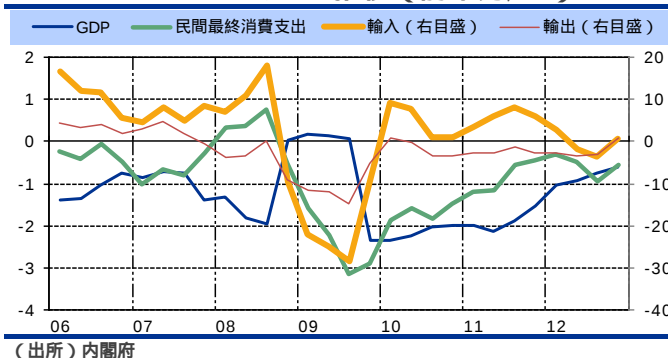
安倍政権が最重要課題とするデフレ脱却を考えるために、GDP デフレーターを見ると、前年比 ▲0.6% (7～9 月期 ▲0.8%) とマイナス幅が縮小し、2011 年をボトムに改善傾向にある。但し、消費者物価に対応する民間最終消費支出 (個人消費) デフレーターは 10～12 月期こそ ▲0.6% と 7～9 月期 ▲1.0% からマイナス幅が縮小したものの、2011 年後半以降は一進一退で明確な改善傾向が確認できない。少なくとも昨年 10～12 月期時点で、日本経済はデフレ脱却を射程に捉えてはいないと言わざるを得ない。

なお、今後の GDP デフレーターの動きについては解釈に注意が必要と言える。計算方法もあり、GDP の控除項目である輸入デフレーターの上昇が GDP デフレーターを押し下げ、個人消費を中心とする国内需要デフレーターと GDP デフレーターの動きが乖離する可能性があるためである (2008～2009 年の動きを想起されたい)。GDP デフレーターは、各需要項目の価格動向のみならず、需要項目の実質ベースの変

GDPデフレーターの寄与度分解 (前年比、%)



GDPデフレーターの推移 (前年比、%)



動（特に輸出入）や価格転嫁のタイミングに大きく左右される。デフレ脱却については、GDP デフレーターよりは、家計が直面する物価変動を総合的に示す個人消費デフレーターや消費者物価動向で判断するべきと考えられる。

4 月からの短期後退局面を 12 月に脱す

3 四半期連続のマイナス成長¹が示すように、2012 年に日本経済は短期の後退局面に陥っていたと考えられるが、昨年末に景気後退局面から脱した可能性が高い。現時点で入手できる昨年 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すると、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 100%まで上昇している。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 2.5%Ptもの明確な上昇へ転じ、HDIと整合する動きを示した。

1～3 月期から回復の動きが鮮明化

2 月に短期の景気後退局面から脱した日本経済は、足元で回復の動きを強めつつある。当社では、輸出の回復を受けて 2013 年 1～3 月期にプラス成長へ転じた後、4～6 月期以降の日本経済が 輸出の増勢継続と 2012 年度補正予算による公共投資増加、消費税率引き上げ前の駆け込み需要を主因に、成長ペースを高めていくと予想している。

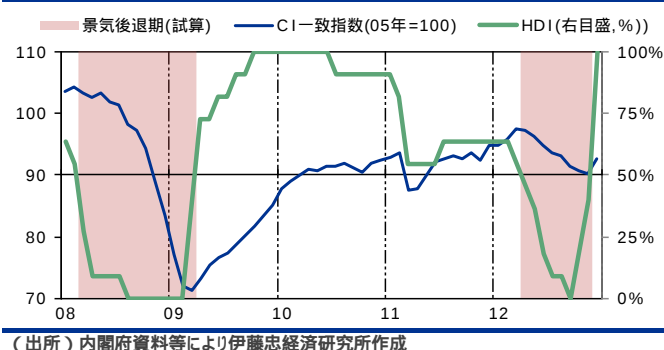
輸出底入れ

まず、昨年 12 月に底入れの動きを示した輸出は、2013 年 1～3 月期以降、世界経済の持ち直しと日中問題の悪影響緩和、円安による価格競争力向上などを受けて、増勢に復帰すると見込まれる。公表されている 1 月の上中旬データに基づけば、輸出額は昨年 5 月以来の前年比プラスへ転じる可能性が極めて高い²。また、こうした輸出の増勢は、鉱工業生産統計の生産予測データから読み取ることできる。輸出や生産の回復は稼働率の上昇と企業収益の押し上げを経由して、昨年 1～3 月期から低調推移が続いている設備投資にもポジティブな効果を及ぼすだろう。

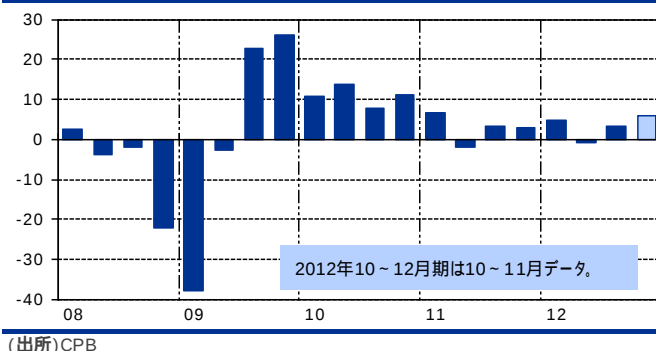
補正予算が公共投資を押し上げ

復興投資の執行一巡から、2013 年 1～3 月期の公共投資は 5 四半期ぶりに小幅ながら減少する可能性がある

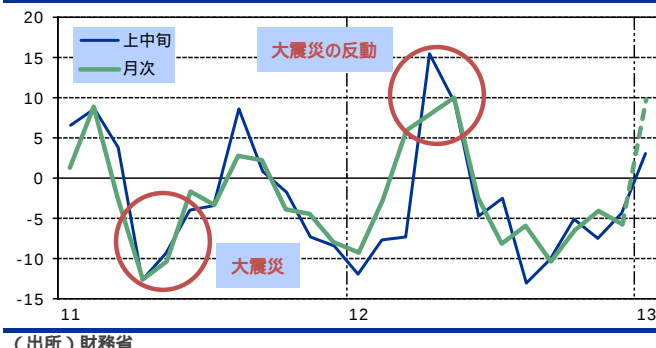
CI一致指数とヒストリカルDI試算値



世界貿易（輸入数量、前期比年率％）



輸出額の推移（前年比、％）



¹ 2012 年の成長率推移を勘案する上では政策による歪みも考慮すべきである。すなわち、エコカー補助金により 4～6 月期までの耐久財消費が上振れ、反動により 7～9 月期に下振れした点と 10 月からの環境税導入前の駆け込み輸入により 7～9 月期の輸入が上振れ（純輸出下振れ）、反動により 10～12 月期に下振れ（純輸出上振れ）した点を勘案すると、実際の計数よりも 7～9 月期の日本経済を強めに、4～6 月期と 10～12 月期を逆に弱めに考える必要がある。

² 当社では 1 月の名目輸出を前年比 9.8%と予想している。

る。これは先行指標である公共工事請負額が昨年前半に急増した後、後半は横ばいに転じたことや、機械受注・官公需が昨年後半に急減したことから裏付けられる。しかし、4～6月期以降は、2012年度補正予算に盛り込まれた公共事業の執行が進むため、公共投資は再び増勢へ復帰し、日本経済の成長をサポートする見込みである。

消費税率引き上げ前の駆け込み需要

昨年10～12月期の個人消費は、耐久財消費の落ち込みを非耐久財消費とサービス消費の拡大が補った。高齢化による医療関連サービス需要の拡大もあり、2013年以降もサービス消費の拡大は続く可能性が高い。加えて、更に2014年4月に予定される消費税率引き上げが近づくに連れ、耐久財を中心に駆け込み需要が予想される。駆け込み需要の加速に伴い、個人消費の伸びは2013年度後半に高まる見込みである。また、駆け込み需要の効果は、個人消費より早いタイミングで住宅投資にも及ぶ。

2013年度は成長ペースが大幅に加速

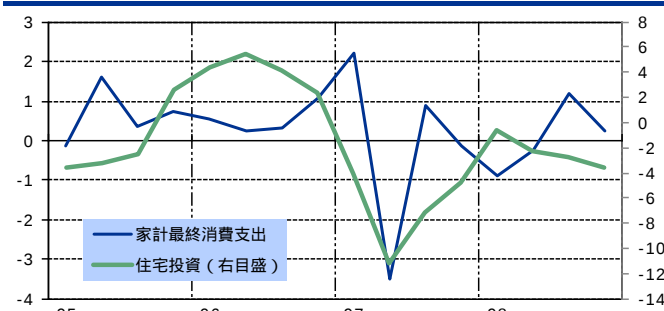
こうした三つのポジティブな要因を踏まえ、当社では、日本経済の成長率が2013年度に明確に高まると予想している。見通し計数は、今後のレポートでお知らせするが、現時点で従来見通しの2013年度2.0%、2014年度▲0.4%を大きく変更する予定はない。なお、2012年度については、10～12月期の成長率は冒頭で述べたように当社想定通りだったが、7～9月期までの遡及改訂を踏まえ、従来予想の1.0%を若干引き下げる可能性がある。

官公需の動向（兆円、年率、季調値）



(出所) 公共工事前払金保証統計、内閣府・機械受注

1997年4月の消費税率引き上げ（前期比、%）



(出所) 内閣府