

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

1～3月期の日本経済は年率3.5%成長、今後も高成長継続

1～3月期は個人消費の大幅増加と輸出の持ち直しにより年率3.5%の高成長。株高等によるマインド回復が個人消費を押し上げ、円安が輸出持ち直しに寄与。4～6月期以降も輸出加速、昨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により、高成長が継続する見込み。

アベノミクスによる株高・円安が成長を押し上げ

内閣府が5月16日に公表した四半期別GDP統計一次推計値（一次QE）によると、2013年1～3月期の日本経済は前期比0.9%、年率3.5%の高成長を記録した。また市場コンセンサスの年率2.7%（当社予想も同じ）も大きく上回っている。

需要項目の内訳を見ると、内需寄与度が前期比0.5%Pt、外需寄与度は0.4%Ptと、一見バランスがとれている。内需では、マインド回復に支えられた個人消費による押し上げが0.6%Ptと極めて大きい。裏を返せば、他の内需項目は不冴えである。外需では、円安や世界経済の回復などを受けて輸出が持ち直し、成長率を0.5%Pt押し上げた（純輸出の寄与度は0.4%Pt）。アベノミクスなどによる株高・円安が、景気浮揚の効果を発揮しつつあると評価できるだろう。

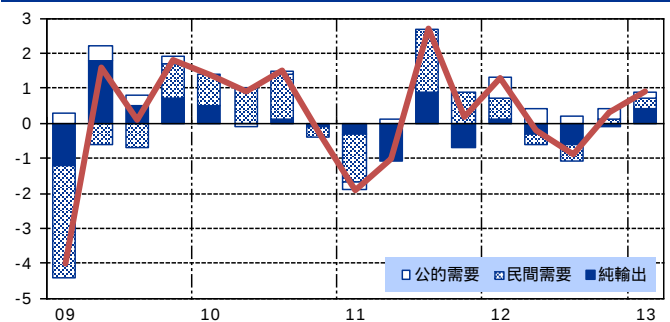
なお、遡及改訂により2012年10～12月期の成長率は前期比0.0%から0.3%へ上方修正されている。2012年10～12月期の上方修正は2013年1～3月期実績の上振れと相俟って、2013年度に向けての発射台（成長のゲタ）を押し上げるため、2013年度成長率見通しの上方修正要因になる。

2012年度の成長率は前年比1.2%と、2011年度の0.2%から大きく高まった。復興投資を受けた公共投資の伸び拡大と、個人消費の堅調推移が成長加速の要因である。

内需は家計部門が好調も、他は低調

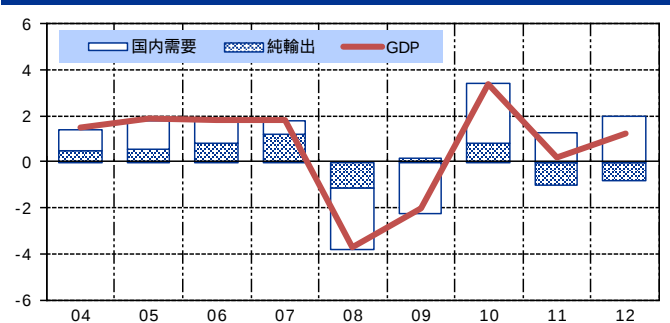
2013年1～3月期の個人消費は前期比0.9%（10～12月期0.4%）と際立って高い伸びを示し、日本経済全体をけん引した。こうした高い伸びは、

GDP成長率の四半期推移（前期比、%、%Pt）



（出所）内閣府

GDP成長率の年度推移（前年比、%、%Pt）



（出所）内閣府

実質GDP成長率の推移

前期比、%、%Pt	2012年			2013年1～3月	
	4～6月	7 9月	10～12月	前期比	寄与度
実質GDP	▲0.2	▲0.9	0.3	0.9	
（前期比年率%）	▲0.9	▲3.5	1.0	3.5	
（前年比%）	4.0	0.3	0.5	0.2	
国内需要	0.1	▲0.2	0.3	0.5	0.5
民間需要	▲0.4	▲0.7	0.1	0.5	0.3
個人消費	0.2	▲0.4	0.4	0.9	0.6
住宅投資	2.3	1.5	3.5	1.9	0.1
設備投資	▲0.3	▲3.3	▲1.5	▲0.7	▲0.1
在庫投資（寄与度）	（▲0.5）	（0.1）	（▲0.1）		▲0.2
公的需要	1.5	1.0	1.1	0.6	0.2
政府消費	0.5	0.4	0.7	0.6	0.1
公共投資	6.3	3.4	2.8	0.8	0.0
純輸出（寄与度）	（▲0.3）	（▲0.6）	（▲0.1）		0.4
輸出	▲0.0	▲4.4	▲2.9	3.8	0.5
輸入	1.8	▲0.3	▲2.2	1.0	▲0.2
名目GDP	▲0.6	▲1.0	0.1	0.4	
（前年比%）	3.0	▲0.5	▲0.2	▲1.0	
デフレーター（前年比%）	▲1.0	▲0.8	▲0.7	▲1.2	

（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。

消費者態度指数や景気ウォッチャー調査の改善が示すように株高などを受けたマインド回復に支えられたものであり、現時点では雇用所得環境の裏付けを十分には伴っていない。名目雇用者報酬は1～3月期に前期比0.4%と増加したが10～12月期に▲0.3%と落ち込んだ反動が大きい。前年比では▲0.1%（10～12月期▲0.7%）と2四半期連続の前年割れである。3月迄の月次データを見る限り、雇用環境は緩やかに改善しつつあるが、所得（賃金）は低迷したままである。但し、今後は夏のボーナス増加などにより徐々に裏付けが整うだろう。

家計部門では、個人消費に加えて住宅投資も前期比1.9%（10～12月期3.5%）と4四半期連続で増加し、堅調だった。しかし、同じ内需でも、企業部門や政府部門は1～3月期に低調な推移を示している。まず、設備投資が前期比▲0.7%（10～12月期▲1.5%）と5四半期連続で減少した。円安差益もあり、企業収益は1～3月期から大幅に拡大したが、設備投資を積極化するほどに、企業が先行きの景気回復を確信するには至っていない。また、復興投資の一巡に伴い、公共投資が1～3月期に前期比0.8%（10～12月期1.8%）と横ばい近くまで減速したため、公需全体も10～12月期1.1%が1～3月期は0.6%へ伸びが低下している。

輸出下げ止まりが寄与

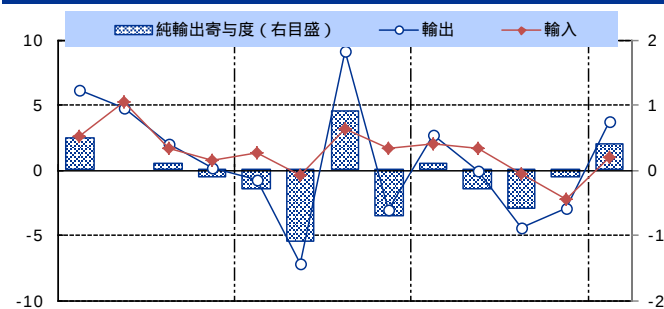
1～3月期の輸出は前期比3.8%（10～12月期▲2.9%）と4四半期ぶりに増加し、漸く持ち直しに転じた。世界経済の回復と日中間トラブルの緩和により需要が回復したことに加え、円安による価格競争力向上が数量面へ波及しつつあることも寄与した。輸入が前期比1.0%（10～12月期▲2.2%）と低い伸びにとどまったため、純輸出は成長率を前期比0.4%Ptも押し上げている（10～12月期▲0.1%Pt）。純輸出の押し上げ寄与は4四半期ぶりである。なお、内需増加や輸出持ち直しに伴う最終財および生産財の需要拡大に対しては、企業が在庫取り崩しで応じたと考えられる。そのため、在庫投資は1～3月期に前期比▲0.2%Pt（10～12月期▲0.1%Pt）と2四半期連続のマイナス寄与を示している。

GDPデフレーター的大幅悪化は円安によるもの

1～3月期GDP統計において、明確な悪化を示したのがGDPデフレーターである。GDPデフレーターは1～3月期に前期比▲0.5%（10～12月期▲0.2%）とマイナス幅が拡大、前年比でも▲1.2%（10～12月期▲0.7%）に低下した。1～3月期の名目GDP成長率は前期比0.4%（10～12月期0.1%）と2四半期連続のプラスを確保したが、GDPデフレーターの下落に伴い、実質との乖離は寧ろ広がっている（10～12月期▲0.2%Pt = 名目0.1% - 実質0.3% → 1～3月期▲0.5%Pt = 0.4% - 0.9%）。

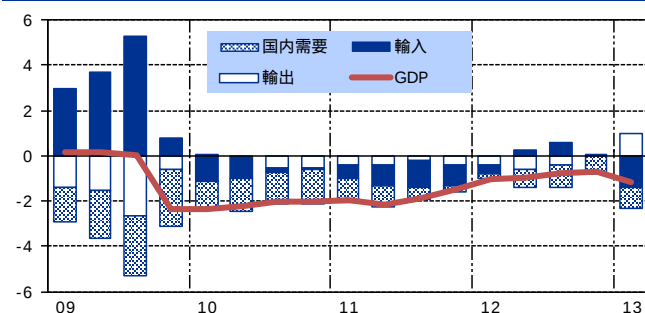
但し、1～3月期のGDPデフレーター悪化は、輸入デフレーター的大幅上昇による影響が大きい点に注意する必要がある。円安進行に伴い、輸入デフレーターは前期比6.9%と大幅に上昇した。輸入はGDPの控除項目であるため、輸入デフレーターが上昇すると名目GDPが押し下げられることになり、名目GDPと実

輸出入の動向（前期比、%、%Pt）



（出所）内閣府

GDPデフレーター寄与度分解（前年比、%）



（出所）内閣府

質GDPの乖離が拡大、デフレーターの下落に繋がるのである¹。円安継続を踏まえれば、この構図は4~6月期も続く可能性が高い。なお、国内需要デフレーターは、10~12月期前年比▲0.8%が1~3月期は▲0.9%に、個人消費デフレーターは▲0.6%が▲0.9%へマイナス幅を拡大している。個人消費デフレーターの悪化幅は一見大きい、CPIなどと同様に耐久財やエネルギー価格が前年の裏で下落した影響が大きい。4~6月期には改善へ向かう見込みである。

4~6月期以降に成長のバランスが好転

4~6月期も、日本経済の回復は続くと考えられる。成長率が1~3月期を更に上回るかは現時点で微妙なところだが、3%前後の成長ペースは十分に期待できる。加えて、個人消費に強く依存していた1~3月期と異なり、4~6月期には成長のバランスも好転する。

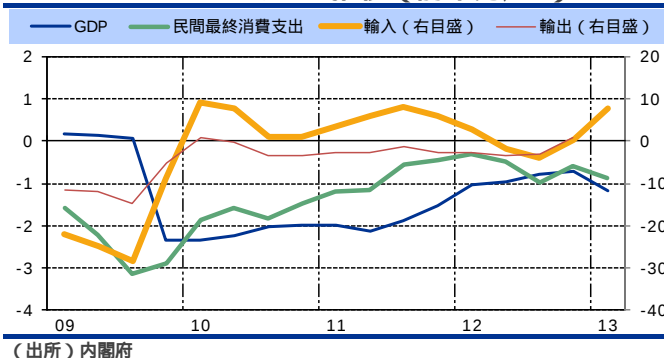
第一に、輸出の増勢加速が見込まれる。昨年終盤からの円安による輸出数量の押し上げが本格化するためである。既に、4月輸出の上中旬データが増勢加速の動きを示している。但し輸入が需要動向(内需+輸出)に沿った動きへ回帰する可能性が高く、外需寄与度が1~3月期の0.3%Ptから更に大きく高まるとまでは考えにくい。第二に、公共投資の再加速が予想される。2012年度補正予算の執行が進むことが主因である。加えて、労務単価の2013年4月分からの引き上げがアナウンスされていたため、契約が1~3月期から4

~6月期へ先送りされた分もあると考えられる。先行指標である公共工事請負統計は4月に急増している。第三に、消費税率引き上げ前の駆け込み需要により住宅投資の増勢が強まる。個人消費に加え、住宅投資と輸出、公共投資も力強さを増し、4~6月期は民需、公需、外需がバランスよく、成長に貢献する。

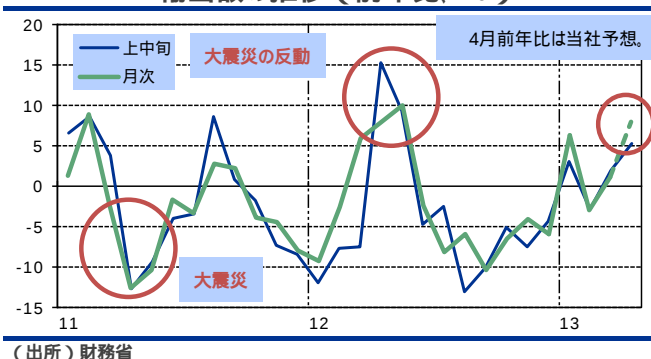
2013年度は2%台後半、2014年度は小幅のプラス成長を想定

7~9月期以降は、消費税率引き上げ前の駆け込み需要が個人消費においても強まり、また輸出の増勢も加速するため、更に成長率が高まると考えられる。1~3月期を上回る年率4%成長が視野に入るだろう。2013年度を通じて、こうした構図の成長は維持され、2013年度ベースでも日本経済は2%台後半の高成長を達成する見込みである。3月時点で当社は2013年度の成長率を2.1%、2014年度は▲0.4%と予想したが、その後に行われた日本銀行による「次元の違う」金融緩和の効果、特に円安の進行を踏まえ、外需を中心に成長率見通しを上方修正する。現時点では2013年度を2%台後半、2014年度は0%台前半と想定している。見通しの詳細は、改めてレポートにてお伝えする。

GDPデフレーターの推移(前年比、%)



輸出額の推移(前年比、%)



公共工事請負額(兆円、季調値、年率換算)



¹ 輸出デフレーターの上昇はGDPデフレーターを押し上げるが、輸入の方が外貨建比率は高いため、輸入の寄与度が通常勝る。