

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

4～6 月期成長率は 2.6%と期待外れも、上方修正の可能性あり

4～6 月期成長率は年率 2.6%と、3%超を見込んだ市場予想を下回り、期待外れ。個人消費と輸出が増勢を維持したが、企業の慎重姿勢を反映して在庫投資と設備投資が成長率を押し下げ。但し、在庫投資が二次 QE で上方修正され、4～6 月期成長率が 3%を超える可能性あり。4～6 月期は名目成長率が実質成長率を上回り、GDP 統計も日本経済がデフレ脱却へ近づきつつあることを示唆。

企業部門が低調で期待外れ

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、2013 年 4～6 月期の日本経済は前期比 0.6%、年率 2.6%となり、市場予想の年率 3.6%並びに当社予想の 3.2%から下振れした。なお、1～3 月期の成長率は前期比 0.9%、年率 3.8%（従来は 1.0%、4.1%）へ下方修正されている。3%に届かない成長率は、後述するように、主として設備投資と在庫投資という企業部門の要因に由来しており、家計部門の堅調推移と円安を受けた輸出の増加は確認できる。但し、期待外れであることは否めない。

二次 QE で上方修正の可能性

安倍政権は、有識者会合の意見や 9 月に公表される 4～6 月期成長率の二次推計値（二次 QE）を見極めた上で、消費税率引き上げの最終判断をする方針である。期待外れの 4～6 月期一次 QE を受けて、会合では消費税率引き上げに向けて慎重意見が強まる可能性が高い。但し、日本経済の潜在成長率が 1%程度にまで低下している点を勘案すれば、4～6 月期の成長率 2.6%は 3%に届かずとも失望するような内容ではなく、政府が課した基準に照らし、消費税率引き上げの判断を支持するものと考えられる。また、4～6 月期成長率を前期比寄与度▲0.3%Pt と大きく押し下げた在庫投資は、基礎データが未公表なため内閣府の仮置き値に基づいている。そのため、二次 QE で寄与度が▲0.1%Pt 程度へ大幅に上方修正される可能性がある、当社では考えている。当社想定通りであれば、在庫投資の改訂だけで、4～6 月期の成長率は前期比 0.8%、年率 3%強まで上方修正される。

なお、麻生財務大臣は消費税率引き上げ後の景気落ち込みを和らげるために、来年通常国会に 2013 年度補正予算を提出する方針を既に示している。昨年度の剰余金などを利用し、新規国債発行を伴わないかたちで 3～4 兆円程度の補正予算が組成される可能性があるだろう。

設備投資と在庫投資が下振れ

4～6 月期の需要項目内訳において、予想を下回ったのは設備投資と在庫投資

実質GDP成長率の推移

前期比,%,%Pt	2012年		2013年	2013年4～6月	
	7～9月	10～12月	1～3月	前期比	寄与度
実質GDP	▲0.9	0.3	0.9	0.6	
(前期比年率%)	▲3.6	1.0	3.8	2.6	
(前年比%)	0.3	0.4	0.3	0.9	
国内需要	▲0.2	0.3	0.5	0.4	0.5
民間需要	▲0.6	0.1	0.6	0.2	0.2
個人消費	▲0.4	0.5	0.8	0.8	0.5
住宅投資	1.6	3.6	1.9	▲0.2	0.0
設備投資	▲3.2	▲1.4	▲0.2	▲0.1	0.0
在庫投資 (寄与度)	(0.1)	(▲0.2)	(▲0.1)		▲0.3
公的需要	1.0	1.0	0.3	1.0	0.3
政府消費	0.4	0.6	0.1	0.8	0.2
公共投資	3.5	3.0	1.1	1.8	0.1
純輸出 (寄与度)	(▲0.7)	(▲0.1)	(0.4)		0.2
輸出	▲4.5	▲2.7	4.0	3.0	0.4
輸入	▲0.0	▲2.0	1.0	1.5	▲0.3
名目GDP	▲0.9	0.1	0.6	0.7	
(前年比%)	▲0.5	▲0.3	▲0.8	0.5	
デフレーター (前年比%)	▲0.8	▲0.7	▲1.1	▲0.3	

(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。

である。設備投資は市場コンセンサスの増加予想（当社予想は0.8%）に対し前期比▲0.1%（1～3月期▲0.2%）とごく僅かだが減少した。設備投資の減少は6四半期連続となる。また、在庫投資は当社予想の寄与度▲0.2%Ptに対し、▲0.3%Ptと下振れしている。ともに、業績回復が鮮明となる下でも、企業が設備投資や在庫投資に対して慎重姿勢を維持していることを改めて示す内容である¹。当社予想からの乖離は、この二つでほぼ全てが説明できる。

個人消費が成長をけん引

逆に、4～6月期に堅調だったのは個人消費である。個人消費は4～6月期に前期比0.8%（1～3月期0.8%）と引き続き高い伸びを示し、GDPを0.5%Pt押し上げた。耐久財消費や半耐久財消費、サービス消費が1～3月期に引き続き増勢を維持し、1～3月期に低調だった非耐久財消費も持ち直した。名目雇用者報酬が前期比0.3%（1～3月期0.6%）、前年比1.0%（1～3月期0.0%）と増勢を明確化しつつあることが示すように雇用所得環境が回復、またマインドも改善し、個人消費の拡大を支えている。他の内需項目を見ると、住宅投資が前期比▲0.2%（1～3月期1.9%）と5四半期ぶりに減少したが、これまでの増加の反動に過ぎない。先行指標である住宅着工は4～6月期に増勢を加速している。設備投資は既に述べたように6四半期連続で減少したが、やはり先行指標である機械受注が増加しており、4～6月期には増加へ転じる可能性が高い。

公共投資が増勢を強める

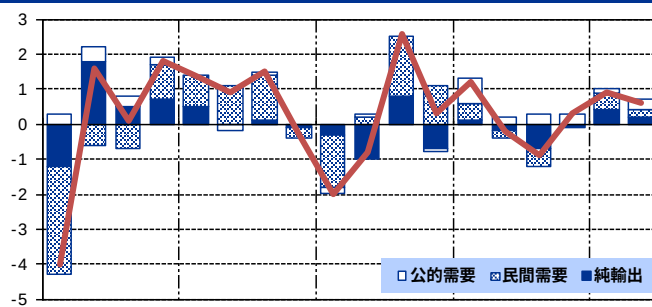
公需では、2012年度補正予算の執行進捗により公共投資が前期比1.8%（1～3月期1.1%）と6四半期連続で増加、かつ伸びを高めた。また、政府消費が前期比0.8%と高い伸びを示しているが、1～3月期に0.1%と低迷した反動が大きく、2四半期を均せば巡航速度の前期比0.4%程度になる。

外需寄与度が2四半期連続のプラス

外需について見ると、輸出が3.0%（1～3月期4.0%）と2四半期連続で増加し、輸入の伸び1.5%（1～3月期1.0%）を上回ったため、純輸出のGDP成長率に対する寄与度は0.2%Ptと2四半期連続のプラスを確保した（1～3月期0.4%Pt）。

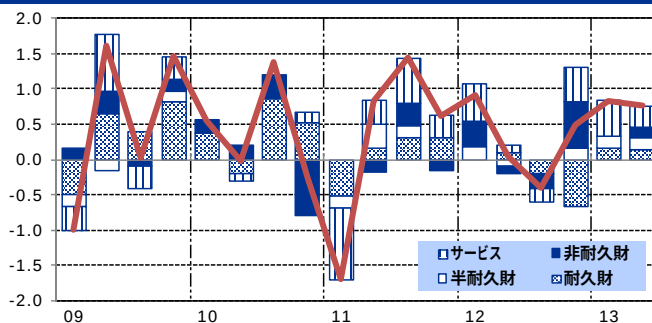
民需、公需、外需の寄与度を見ると、いずれも0.2%Pt

GDP成長率の四半期推移（前期比、%、%Pt）



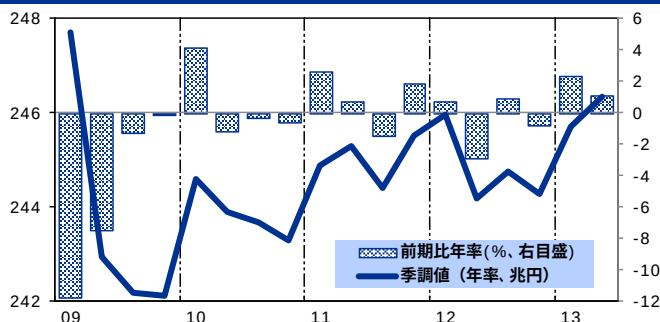
（出所）内閣府

個人消費の動向（前期比、%、%Pt）



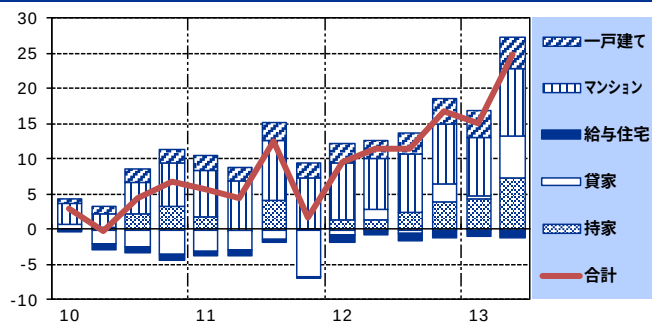
（出所）内閣府

名目雇用者報酬の推移



（出所）内閣府

住宅着工戸数の推移（2009Q4からの変化、%）



（出所）国土交通省

¹ 但し、二次QEでは、設備投資と在庫投資共に法人企業統計が推計に加味され、共に改訂される可能性がある。

と比較的バランス良く寄与している。

名目成長率が実質成長率を上回る

4～6 月期について、需要項目の変動以上に注目されるのは、**名目 GDP 成長率が前期比年率 2.9%と、実質 GDP 成長率の 2.6%を上回った点**である。これは GDP デフレーターが前期比年率 0.3%とプラスに転じ、**前年比でも▲0.3%（1～3 月期▲1.1%）とマイナス幅を大きく縮小した**ことに対応している。GDP デフレーターのマイナス幅縮小には、外需要因すなわち円安による輸出デフレーター上昇と資源価格下落による輸入デフレーター伸び悩みも影響しているが、何よりも**国内最終需要デフレーターのマイナス幅が 1～3 月期の前年比▲0.8%から 4～6 月期に▲0.2%へ縮小した影響が大きい**。コア CPI は 6 月に前年比プラスへ転じたが、GDP 統計からも、**日本経済がデフレ脱却へ近づきつつある**ことが読み取れる。

リスクは海外最終需要

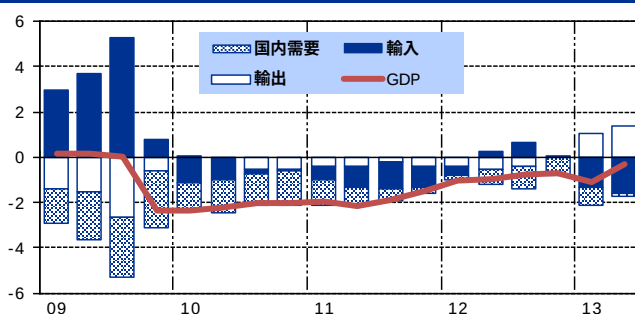
当社の輸出関数による分析に基づく、円安による輸出数量（実質輸出）押し上げ効果は 7 ヶ月程度のタイムラグを伴って生じる。従って、**昨年終盤からの円安による効果は、前期 1～3 月期に比べ 4～6 月期に強まったはずだが、既に見たように輸出の増勢は 4～6 月期に加速しなかった**。こうした輸出の伸び悩みには、新興国や欧州における最終需要の弱さが影響していると考えられる。5 月まで一本調子で円安が進行したため、**円安の輸出に対するサポートは少なくとも 2013 年内は続くものの、今後の海外最終需要の動向には留意が必要**と言える。

2013 年度内の日本経済は高めの成長を維持

このように**外需動向に不安は存在するものの、内需の増勢に支えられ、7～9 月期以降も日本経済は高めの成長を維持する見込み**である。まず、昨年度補正予算に盛り込まれた公共工事の執行により、7～9 月期以降も公共投資の増加が見込まれる。また、消費税率引き上げ前の駆け込み需要により住宅投資は今後大幅に増加し、また個人消費も 7～9 月期こそ伸びが幾分鈍化するものの、堅調推移を維持する可能性が高い。業績改善の下で、設備投資も遅れ馳せながらプラス圏へ転じると考えられる。

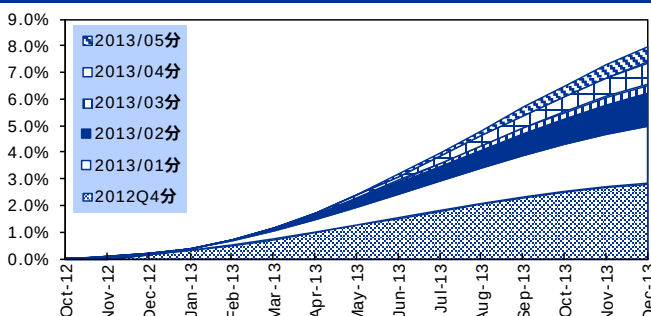
なお、7～9 月期の日本経済について、現時点で前期比 0.7%、年率 3%弱の成長を予想している。個人消費が 2013 年前半の高い伸びの反動から幾分鈍化し、また駆け込み需要見合いの輸入増加により外需寄与が低下するものの、資本形成関連つまり民間在庫投資や設備投資、公共投資の増勢により補われる見込みである（輸入増加と在庫投資の拡大は表裏一体の部分がある）。

GDPデフレーター寄与度分解（前年比、%）



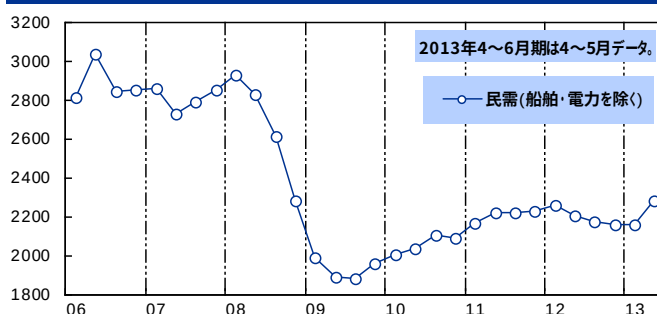
（出所）内閣府

2012/10以降の円安の実質輸出押し上げ効果（累積、Pt）



（出所）伊藤忠経済研究所

機械受注・民需の推移（10億円）



（出所）内閣府