

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

2013 年 7～9 月期の日本経済は減速も、悲観は不要

7～9 月期の日本経済の成長率は年率 1.9%と 2013 年前半の半分に低下。低下の主因は個人消費のスピード調整と輸出低迷。7～9 月期の成長は、政策効果による公共投資拡大と在庫投資に大きく依存しており、極めて不格好。しかし、2013 年度後半には、個人消費を中心に民需が再び増勢を強め、また輸出の回復も見込まれるため、悲観は不要。

7～9 月期は年率 1.9%成長へ減速

内閣府が公表した 2013 年 7～9 月期の四半期別 GDP 統計一次推計値（一次 QE）によると、7～9 月期の実質 GDP 成長率は前期比 0.5%、年率 1.9%となり、1～3 月期年率 4.3%、4～6 月期 3.8%から明確に低下した。なお、市場予想の前期比 0.4%、年率 1.7%は若干上回ったが、当社予想の 0.5%、2.0%には概ね一致している。

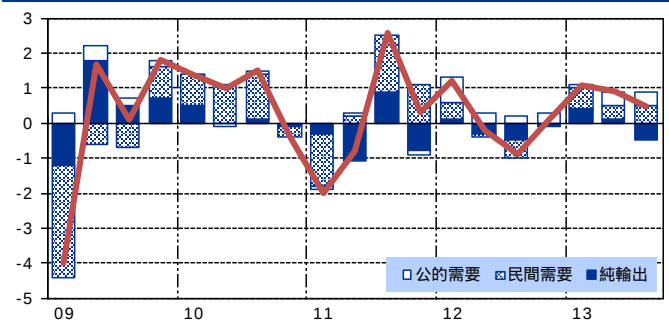
7～9 月期の日本経済は、2013 年前半の年率 4%成長に比べ、成長率がほぼ半減したが、こうした 7～9 月期の成長率低下に寄与したのは、主として個人消費のスピード調整と輸出の低迷である。

個人消費はスピード調整

個人消費は 7～9 月期に前期比 0.1%（4～6 月期 0.6%）と横ばい近くまで減速した。耐久財消費は 2.6%（4～6 月期 3.2%）半耐久財消費も 0.4%（4～6 月期 1.2%）と底堅く推移したが、非耐久財消費が▲0.7%（4～6 月期 0.2%）サービス消費も▲0.0%（4～6 月期 0.5%）と低調に推移し、個人消費全体を圧迫した。

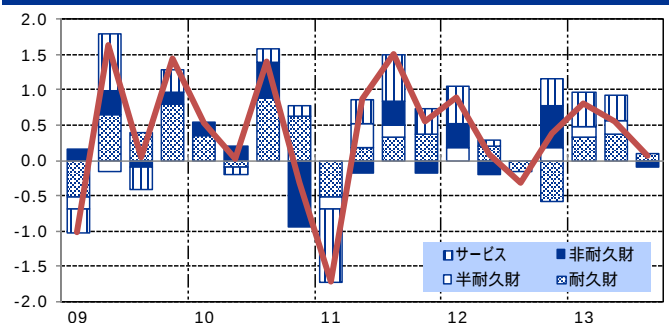
こうした 7～9 月期の個人消費の減速は、基本的に 4～6 月期までの急ピッチの増加の反動によるスピード調整と考えられる。個人消費は、株価上昇による資産効果などを受け、昨年 10～12 月期前期比 0.4%、1～3 月期 0.8%、4～6 月期 0.6%と 3 四半期連続で急増し、水準が 1.8%も切り上がった。そうした極めて速い増加ペースは持続的とは言えず、7～9 月期にスピード調整が生じた

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

実質GDP成長率の推移

	前期比,%Pt	2012年 10～12月	2013年 1～3月	4～6月	2013年7～9月 前期比	寄与度
実質GDP		0.1	1.1	0.9	0.5	
（前期比年率%）		0.6	4.3	3.8	1.9	
（前年比%）		0.3	0.3	1.1	2.8	
国内需要		0.3	0.7	0.8	0.9	0.9
民間需要		0.0	0.7	0.5	0.7	0.5
個人消費		0.4	0.8	0.6	0.1	0.1
住宅投資		3.2	2.3	0.4	2.7	0.1
設備投資	▲1.2	0.1	1.1	0.2	0.2	0.0
在庫投資（寄与度）	(▲0.2)	(0.0)	(▲0.1)			0.4
公的需要		1.1	0.5	1.6	1.6	0.4
政府消費		0.6	0.0	0.8	0.3	0.1
公共投資		3.3	2.5	4.8	6.5	0.4
純輸出（寄与度）	(▲0.1)	(0.4)	(0.1)			▲0.5
輸出	▲3.0	3.9	2.9	▲0.6	▲0.1	
輸入	▲1.7	1.0	1.7	2.2	▲0.4	
名目GDP		0.2	0.7	1.1	0.9	
（前年比%）		▲0.4	▲0.8	0.6	2.6	
デフレーター（前年比%）		▲0.7	▲1.1	▲0.5	▲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。

と判断される。

7～9 月期は雇用者報酬も実質ベースで前期比▲0.6%、名目ベースでも▲0.2%と減少し、多少なりとも個人消費を圧迫した。(実質)雇用者報酬の減少は、夏のボーナスの伸び悩みと賃金改善が物価上昇に追い付かないための実質所得目減りが原因である。但し、雇用情勢は緩やかながらも改善基調にあり、また冬のボーナスは大幅増加が予想されているため、雇用所得環境の悪化が継続し、個人消費を腰折れさせるリスクは小さいだろう。来年4月の消費税率引き上げ後の駆け込み需要も見込まれることから、10～12 月期及び来年1～3 月期に、個人消費は伸びを再び高めると考えられる。

新興国向けが低調で輸出は3 四半期ぶりの減少

7～9 月期の輸出は、前期比▲0.6%(4～6 月期2.9%)と小幅ながら3 四半期ぶりの減少に転じた。ASEAN

やNIEs 向け輸出の落ち込みが主因である。一方、消費税率引き上げ前の駆け込み需要を睨んだ在庫積み増しを受けて、輸入が7～9 月期に2.2%(4～6 月期1.7%)へ伸びを高めたため、純輸出はGDP 成長率を前期比0.5%Pt 押し下げている(4～6 月期は0.1%Pt の押し上げ)。

中国経済が7～9 月期に底入れし、また先進国を中心に製造業循環が上向いているため、日本の輸出も10～12 月期には増勢に復帰すると考えられる。但し、調整が続いている新興国は未だ多く、米国の財政問題など不透明材料もあるため、輸出の高い伸びまでは期待できないだろう。

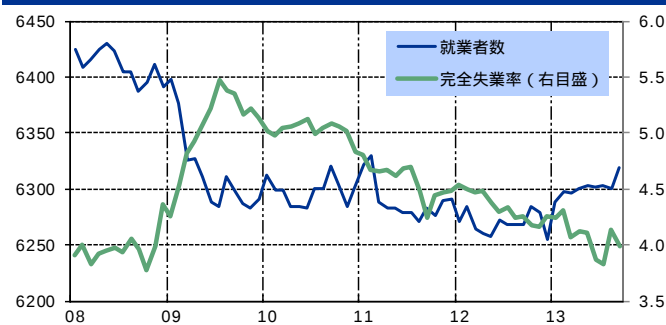
公共投資が押し上げも、設備投資は伸び悩み

個人消費のスピード調整と輸出の低迷による成長下押しを部分的に相殺したのは、総固定資本形成の拡大と在庫投資である。まず、昨年度補正予算の執行進捗により公共投資が前期比6.5%(4～6 月期4.8%)と7 四半期連続で増加し、GDP 成長率を0.4%Pt も押し上げた。また、住宅投資も消費税率引き上げ前の駆け込み需要を受けて2.7%と6 四半期連続で増加、GDP 成長率に対し0.1%Pt の押し上げ寄与となっている。但し、設備投資は伸び悩んだ。前期比0.2%と3 四半期連続のプラスこそ確保したものの、1～3 月期0.1%、4～6 月期1.1%、7～9 月期0.2%と下げ止まりの域を出ない。先行指標である機械受注が4～6 月期と7～9 月期に高めの伸びを記録したため、設備投資は10～12 月期もプラス圏を維持する見込みだが、景気のけん引役としては未だ力不足である。

在庫投資の背景に消費税率引き上げ前の駆け込み需要

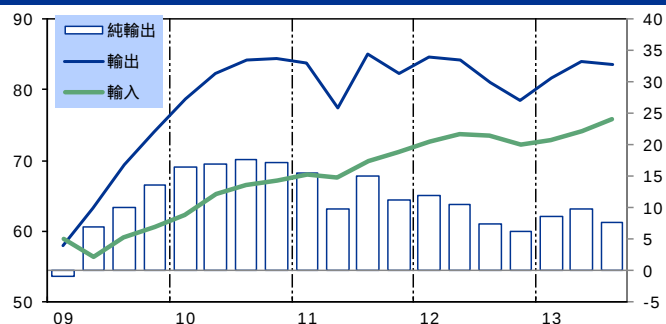
公共投資に並んで7～9 月期の成長率を大きく押し上げたのは、在庫投資である。在庫投資のGDP 成長率

完全失業率と就業者数(万人、%)



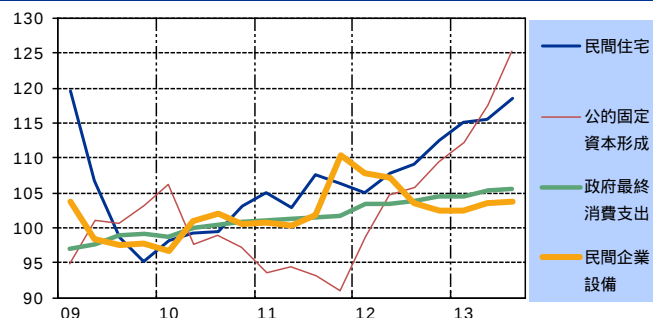
(出所) 総務省

輸出入の推移(兆円、実質)



(出所) 内閣府

個人消費以外の内需項目推移(2010=100)



(出所) 内閣府

に対する寄与度は前期比 0.4%Pt と、4 四半期ぶりにプラス寄与へ転じた。こうした在庫投資のプラス寄与は、消費税率引き上げ前の駆け込み需要に備えた生産財などの積み増しに伴うものであり、ネガティブに考える必要はないだろう。但し、一次 QE 段階では、基礎統計が揃わず、過大に推計されている可能性がある点には留意が必要である。

国内需要デフレーターがプラス圏へ浮上

GDP デフレーターは前期比 ▲0.1%(4~6 月期 0.1%) と再び下落した。但し、下落は輸入デフレーターの上昇により外需デフレーターが GDP デフレーターを 0.2%Pt 押し下げたが故である。なお、GDP デフレーターは、前年比では 4~6 月期 ▲0.5%が 7~9 月期に ▲0.2%へ下落幅が縮小している。

一方、国内需給動向を色濃く反映する国内需要デフレーターは前期比 0.2%(4~6 月期 0.0%) と 4 四半期連続でマイナスを回避し、また前年比で見れば 0.5%

(4~6 月期 ▲0.3%) と 2008 年 7~9 月期以来のプラスへ転じている。日本経済はデフレ脱却へ向けて前進しつつあると判断できる。

GDPデフレーターの寄与度分解（前年比、%）



(出所) 内閣府

7~9 月期の成長は中身も芳しくないが、2013 年度後半に対する悲観は不要

7~9 月期の日本経済は、個人消費のスピード調整と輸出の低迷による下押しを、政策効果による公共投資拡大と在庫投資のプラス寄与がある程度相殺し、年率 2%弱の成長を確保した。2013 年前半に比べ成長率は半分に低下し、成長確保の原動力が政策効果と在庫投資というのは不格好で、心許ない内容と言わざるを得ない。設備投資の回復が遅れているのも懸念材料である。

しかし、既に述べたように、在庫投資のプラス寄与の背景には、消費税率引き上げ前の駆け込み需要に備えた在庫積み増しがあり、ネガティブに捉える必要はない。また、2013 年度後半すなわち 10~12 月期以降に関しては、公共投資がピークアウトへ向かい、輸出が引き続き足を引っ張る懸念はあるものの、消費税率引き上げ前の駆け込み需要などにより、個人消費を中心に民需が増勢を強めることで、日本経済の成長ペースは再び加速すると見込まれる。最も懸念すべきリスク要因は、海外経済の落ち込みによる輸出の低調推移であろう。

当社は 10 月 2 日の段階で日本経済の成長率を 2013 年度 2.9%、2014 年度 0.5%、2015 年度 1.3%と見込んだ。7~9 月期の成長率が、10 月段階の想定である年率 2.4%¹を若干下回り、また海外経済が若干下振れ気味に推移しているため、2013 年度の成長率を若干下方修正する可能性がある。一方、2014 年度及び 2015 年度については従来見通しを概ね維持する方針である。詳細は、改めてお伝えする。

¹ 4~6 月期 2 次 QE 段階の想定が 2.4%、7~9 月期 1 次 QE の直前予想が 2.0%。