

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

日本の成長率見通しの微修正

7～9 月期の成長率は急低下し、内訳も精彩を欠いたが、2013 年度後半は個人消費を中心とした民需主導により再加速へ。日本経済は 2013 年度に 2.8% の高成長を確保した後、消費税率引き上げ前の駆け込み需要の反動で 2014 年度は 0.5% 成長に減速の見込み。高成長による需給ギャップ縮小とインフレ期待の反転によりインフレ率は上昇傾向を辿るも、日銀の目標達成はなお遠い状況。

7～9 月期に成長率は半減し、内容も精彩を欠く

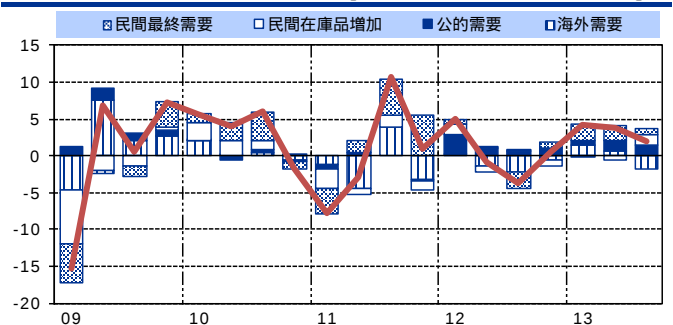
2013 年 7～9 月期の日本経済の成長率は前期比年率 1.9% となり、年率 4% 近い高成長を示した 2013 年前半から、半減した。2013 年前半のけん引役だった個人消費が前期比 0.1% とほぼ横ばいまで減速、新興国向けの低迷で輸出が 3 四半期ぶりに減少へ転じたほか、設備投資も伸び悩むなど、内容も芳しくない。プラス成長に貢献した主要な需要項目は、主として公共投資と在庫投資という著しくバランスを欠く構成である。2012 年度補正予算の執行一巡により、7～9 月期の成長率を大きく押し上げた公共投資がピークアウトへ向かう下で、日本経済が成長を維持できるのか、不安を抱かせるデータと言える。

2013 年度後半は民需主導で再び成長加速へ

しかし、7～9 月期の不格好な GDP データだけをみて、2013 年度後半の日本経済を悲観する必要はないだろう。もちろん、公共投資はピークアウトへ向かい、在庫投資も 7～9 月期のような高い成長押し上げを維持はできない。しかし、民間需要が再加速へ向かう下で、日本経済全体の成長率も 2013 年度後半に再び高まると考えられる。

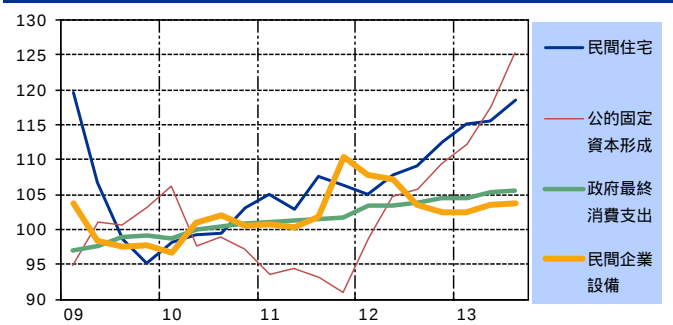
そもそも、7～9 月期の個人消費減速の主因は、4～6 月期までの急ピッチの増加の反動によるスピード調整に過ぎない。4～6 月期までの極めて速いペースでの増加は持続的ではなく、スピード調整が不可避だった。雇用所得環境は基調として改善が続いており、消費税率引き上げ前の駆け込み需要も寄与し、個人消費は 2013 年度後半に再び持ち直すと考えられる。また、消費税率引き上げ前の駆け込み需要が寄与し、住宅投資は 7～9 月期以降も増勢を維持することが可能である。先行指標の動きを勘案すれば、設備投資もプラス圏での推移程度は確保可能であり、けん引役にはなり得ずとも、大きく足を引っ張ることも

GDP 成長率の四半期推移（前期比年率、%、%Pt）



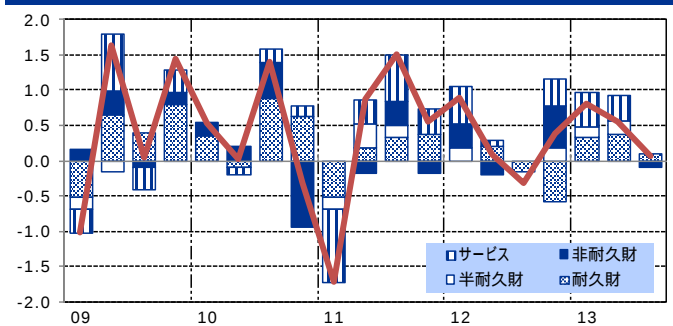
（出所）内閣府

個人消費以外の内需項目推移（2010=100）



（出所）内閣府

個人消費の動向（前期比、%、%Pt）



（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。見通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。

なさそうである。なお、7～9月期の在庫投資のプラス寄与は、そうした個人消費や住宅投資の駆け込み需要に備えた在庫積み増しが主因であり、持続的な成長率の押し上げこそ期待できないが、深刻な在庫調整に繋がるような動きではない。

輸出には不安が残るが

もちろん、不安材料は存在する。特に、新興国向けの低迷により、7～9月期に前期比▲0.6%と3四半期ぶりの減少へ転じた輸出の先行きには注意が必要である。先進国を中心に製造業循環が上向きへ転じており、また中国経済も7～9月期で底入れしたことから、輸出も10～12月期には再び増勢へ復帰する可能性が高い。しかし、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、リスクは下振れ方向にある。

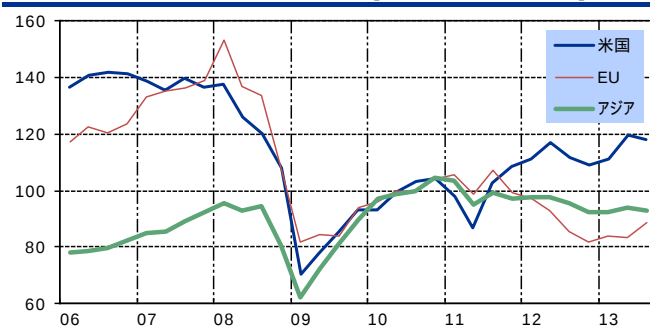
2013年度は2.8%成長を予想

そうした輸出の伸び悩みによる下押しリスクはあるものの、内需とりわけ個人消費を中心とした民需の拡大による押し上げが上回り、2013年度後半の日本経済は成長ペースが加速するというのが当社のメインシナリオである。現時点で、当社は2013年10～12月期の成長率を前期比年率3.3%、1～3月期を6.5%と想定、2013年度の成長率を2.8%と見込んでいる。従来は2013年度を2.9%成長と予想したが、7～9月期成長率が、4～6月期2次QE公表時点の想定である2.4%から若干下振れしたことを反映し、ごく僅かではあるが引き下げる。

2014年度は0.5%の低成長に

2013年度の高成長から一転して、2014年度は0.5%の低成長を予想する。消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動から個人消費や住宅投資など家計部門が大きく落ち込むためである。安倍政権が講じる予定の5兆円規模の経済対策や遅ればせながら増勢を強める設備投資や輸出の拡大により、反動減はある程度相殺されるものの、成長ペースの減速全てを回避は出来ない。なお、マイナス成長は2014年4～6月期の一四半期にとどまり、いわゆる2四半期連続のマイナス成長を意味するテクニカルリセッションには陥らず、また日本において、景気基準日付の決定権限を有する景気動向研究会がリセ

地域別実質輸出の推移（2010年=100）



（出所）財務省、日本銀行

日本経済の推移と予測（年度）

前年比, %, %Pt	2011 実績	2012 実績	2013 予想	2014 予想	2015 予想
実質GDP	0.3	1.2	2.8	0.5	1.3
国内需要	1.3	2.0	2.7	▲0.2	1.1
民間需要	1.4	1.2	2.3	▲0.6	1.4
個人消費	1.6	1.6	2.3	▲1.5	1.0
住宅投資	3.7	5.3	6.3	▲5.2	3.5
設備投資	4.1	▲1.3	0.7	4.0	2.7
在庫投資(寄与度)	(▲0.5)	(▲0.1)	(0.1)	(0.1)	(▲0.0)
政府消費	1.4	2.1	1.7	1.4	1.2
公共投資	▲2.2	14.9	14.0	0.3	▲3.6
純輸出(寄与度)	(▲1.0)	(▲0.7)	(0.1)	(0.7)	(0.3)
輸出	▲1.6	▲1.2	4.6	5.5	3.7
輸入	5.3	3.9	4.3	1.3	2.3
名目GDP	▲1.4	0.3	2.3	2.6	2.5
実質GDP(暦年ベース)	▲0.6	1.9	1.8	1.6	1.1
鉱工業生産	▲1.1	▲2.6	3.1	1.9	2.4
失業率(%, 平均)	4.5	4.3	3.9	3.8	3.5
消費者物価(除く生鮮)	0.0	▲0.2	0.7	2.9	1.7
消費者物価(除く食・エ)	▲0.8	▲0.6	0.1	2.3	1.6

（資料）内閣府、経済産業省、総務省等より当社作成。

ッション認定をすることもないと考えられる。

その後、2014 年度後半にかけて日本経済は徐々に成長ペースを加速し、2015 年度は 1.3% 成長を確保する見込みである。なお、2014 年度及び 2015 年度の成長率予想は従来から変更していない。

インフレ率は徐々に伸びを高める

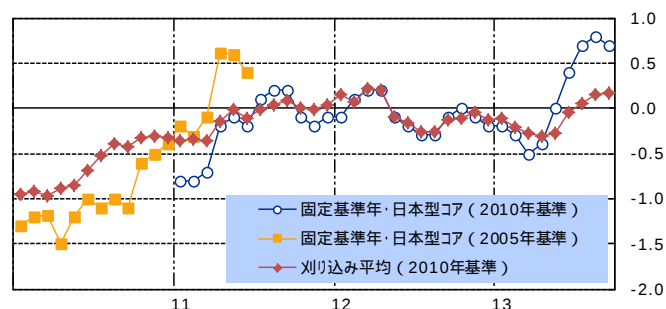
2013 年 9 月の消費者物価（CPI）上昇率は、生鮮を除く総合（以下、日本型コア）が前年比 0.7%（8 月 0.8%）

と高水準を維持し、食料とエネルギーを除く総合（以下、米国型コア）は 0.0%（8 月 ▲0.1%）とついにマイナス圏を脱した。こうしたインフレ率の上昇、特に日本型コアの上昇幅拡大はエネルギー価格の上昇によるところが大きい。こうしたトレンド推移を表す刈り込み平均 CPI などの上昇が示唆するように、エネルギー以外についてもインフレ率上昇の動きは広がりつつある。

年率 0% 台後半と考えられる潜在成長率を上回る成長を受けた需給ギャップの縮小や、家計および企業の期待インフレ率の上昇を反映し、2013 年度内のインフレ率は上昇基調を維持する。10～12 月期に日本型コアは 1% 近傍まで伸びを高め、米国型コアも 0.4% 程度まで上昇する見込みである。2014 年度以降も、デフレ期待からインフレ期待への転換により、インフレ率は緩やかな上昇が続くと考えられる。

日本型コア CPI によるインフレ率見通しは、消費税率を含むベースで、2013 年度前年比 0.7%（従来 0.6%）、2014 年度 2.9%（同 2.9%）、2015 年度 1.7%（同 1.7%）。消費税率引き上げの影響を除くベースでは 2014 年度 0.8%（同 0.8%）、2015 年度 1.0%（同 1.0%）である。なお、2015 年 1～3 月期の日本型コアは消費税率引き上げの影響を除くベースで 0.8%（消費税率の引き上げを含め 2.9%）と見込んでいる。家計や企業など経済主体のインフレに対する認識は変化し、期待インフレ率は徐々に上昇していくと考えられる。しかし、染みついたデフレ期待が払拭され、インフレ予想が日本の隅々へ行き渡るには相応の時間を要するため、実際のインフレ率の上昇も日本銀行が見込むほどの速さでは進まないだろう。日本銀行が掲げる 2 年で 2% のインフレ目標達成は困難と考える。

刈り込み平均CPIの推移（除く生鮮、前年比、%）



（出所）総務省資料より当社作成