

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

10～12 月期は下振れも、1～3 月期に日本経済は急加速へ

10～12 月期の日本経済は、予想外に成長加速へ至らず。しかし、民間最終需要が伸びを高め、駆け込み需要の動きも確認できるなど、1～3 月期の成長加速見通しを揺るがすものではない。1～3 月期の日本経済は年率 6%台の高成長となる見込み。但し、4～6 月期には厳しい反動減が避けられないのも確かであり、リセッションこそ回避するものの、2014 年度の日本経済はゼロ%台半ばの成長に。

10～12 月期は年率 1%成長

内閣府から公表された、四半期別 GDP 統計一次推計値（一次 QE）によると、2013 年 10～12 月期の実質 GDP 成長率は前期比 0.3%・年率 1.0%と、7～9 月期の 0.3%・年率 1.1%からほぼ変わらずにとどまった。市場予想の前期比 0.7%・年率 2.8%（当社 0.7%・年率 3.0%）を大きく下回り、期待外れの内容である。なお、2013 暦年の成長率は 1.6%と 2012 年の 1.4%から小幅加速した。

10～12 月期の成長率は予想を大きく下回ったが、駆け込み需要拡大の動きが確認できるなど、2014 年 1～3 月期の高成長に向けた流れが途絶えた訳ではない。また、市場予想を下回った一因は在庫投資の弱さであるが、これは先行きの成長に対して必ずしもネガティブとは言えない。従って、今回のデータをもって、現在の景気判断及び景気見通しを大きく変更する必要はないと判断される。従来通り、当社では、駆け込み需要を主因に、日本経済が 2014 年 1～3 月期に年率 6%を超える高成長を記録すると見込んでいる。但し、消費税率引き上げ後の反動減も大きく、リセッション入りこそ回避するものの、2014 年度の日本経済はゼロ%台の成長にとどまるだろう。

駆け込み需要が民需を押し上げ

7～9 月期に続き、10～12 月期も内需が前期比寄与度 0.8%Pt と成長を押し上げる一方、外需の寄与度は▲0.5%Pt と大幅なマイナスが続いた。

内需の寄与度は 7～9 月期と 10～12 月期で変わらなかったが、内訳構成は変化している。民需が前期比 0.8%（7～9 月期 0.5%）へ伸びを高める一方、公需が 0.9%（7～9 月期 1.6%）へ減速した。寄与度は民需が 7～9 月期 0.4%Pt から 10～12 月期 0.6%Pt へ高まり、公需は 0.4%Pt から 0.2%Pt へ低下している。

10～12 月期の民需加速をもたらした主たる需要項目は、家計部門の個人消費と住宅投資である。増加の背景には、株高による

実質GDP成長率の推移

前期比,%,%Pt	2013年			2013年10～12月	
	1～3月	4～6月	7 9月	前期比	寄与度
実質 GDP	1.2	1.0	0.3	0.3	
（前期比年率%）	4.8	3.9	1.1	1.0	
（前年比%）	0.0	1.2	2.3	2.7	
国内需要	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
民間需要	0.6	0.5	0.5	0.8	0.6
個人消費	1.0	0.6	0.2	0.5	0.3
耐久財消費	3.7	3.6	3.6	4.0	0.2
半耐久財消費	2.9	1.3	▲0.1	▲0.0	0.0
非耐久財消費	0.6	0.0	▲0.5	▲0.4	▲0.1
サービス消費	0.8	0.6	0.1	0.4	0.1
（除く帰属家賃）	1.0	0.7	▲0.0	0.4	0.1
（帰属家賃）	0.4	0.3	0.3	0.4	0.0
住宅投資	1.7	0.9	3.3	4.2	0.1
設備投資	▲0.9	1.1	0.2	1.3	0.2
在庫投資（寄与度）	（▲0.1）	（▲0.2）	（0.1）		0.0
公的需要	1.1	1.8	1.6	0.9	0.2
政府消費	0.7	0.6	0.2	0.5	0.1
公共投資	3.2	6.9	7.2	2.3	0.1
純輸出（寄与度）	（0.4）	（0.1）	（▲0.5）		▲0.5
輸出	4.2	2.9	▲0.7	0.4	0.1
輸入	1.1	1.8	2.4	3.5	▲0.6
名目 GDP	0.7	1.0	0.2	0.4	
（前期比年率%）	3.0	4.1	0.7	1.6	
（前年比%）	▲1.0	0.6	1.9	2.4	
デフレーター（前年比%）	▲1.0	▲0.5	▲0.4	▲0.4	

（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。

資産効果もあるが、何よりも消費税率引き上げ前の駆け込み需要の影響が大きい。まず、個人消費は7～9月期の前期比0.2%から10～12月期は0.5%へ加速した。駆け込み消費の多くは、4月の税率上げ直前の1～3月期に集中するが、早期購入が可能な自動車や家電などの耐久財については10～12月期の段階から駆け込みの動きが顕在化し、個人消費を押し上げている。実際、耐久財消費は、10～12月期に前期比4.0%（7～9月期3.6%）へ伸びを高めた。しかし、半耐久財（7～9月期▲0.1%、10～12月期▲0.0%）と非耐久財（7～9月期▲0.5%、10～12月期▲0.4%）が振るわず、足を引っ張り、消費の増勢を減じている。また、住宅投資¹は、3月末迄の引き渡し等を目指した動きが強まり、10～12月期に前期比4.2%（7～9月期3.3%）と高い伸びを示した。個人消費と住宅投資の二つで実質GDP成長率を前期比0.4%Pt（7～9月期0.2%Pt）押し上げている。

設備投資も幾分加速

景気の牽引役としては力不足だが、設備投資も10～12月期に前期比1.3%（7～9月期0.2%）へ伸びが幾分高まった。建設業や不動産業などを中心に、引き続き非製造業が設備投資拡大の主体である。製造業においても、能力増強の動きこそ乏しいものの、稼働率引き上げに必要となる機械投資が増加しつつある。また、4月のウィンドウズXPのサポート終了に向けて、パソコンの更新投資も膨らみ、設備投資の増加に寄与したと考えられる。

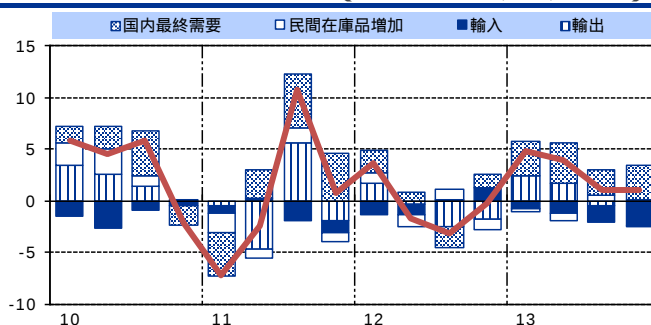
公共投資はピークアウト

4～6月期前期比6.9%、7～9月期7.2%と2四半期連続で大幅に増加し、成長を押し上げた公共投資は、10～12月期に2.3%へ減速した。2012年度補正予算による公共工事の執行ピークアウトが主因である。公共投資の減速に伴い、公需全体も鈍化している。

輸出は低迷が継続

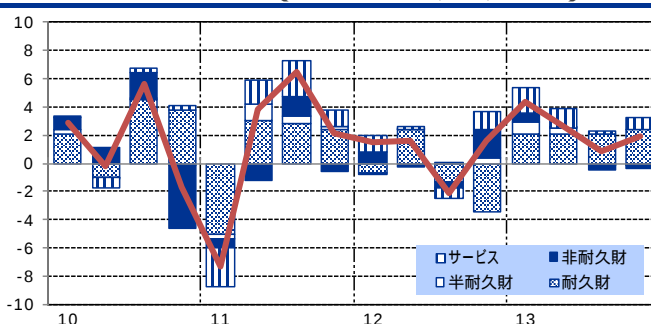
民需が増勢を強める一方、外需は2四半期連続で成長率を大きく押し下げた。個人消費などの民需拡大に対応した輸入の増加（10～12月期前期比3.5%）が純輸出を押し下げた面は否定できないが、輸出の低迷も響いている。10～12月期の輸出は前期比0.4%（7～9月期▲0.7%）と2四半期連続の減少こそ回避したものの、ほぼ横ばいにとどまった。7～9月期に足を引っ張ったASEAN向けがリバウンドし、中国向けも増加したが、米国向けなどが不冴えだった。米国市場の日本車販売は堅調だが、従来の輸出が現地生産により

GDP成長率の四半期推移（前期比年率、%、%Pt）



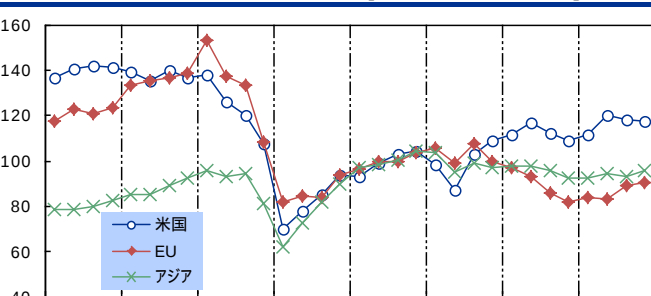
（出所）内閣府

個人消費の動向（前期比年率、%、%Pt）



（出所）内閣府

地域別実質輸出の推移（2010年=100）



（出所）財務省、日本銀行

¹ 戸建てなどの物件については、請負契約が昨年9月までに為されていれば、3月までに引き渡さなくても旧税率が適用される。ただ、平均工期を勘案すれば、やはり住宅建設は1～3月期がピークとなる。また請負契約を伴わないマンションや分譲戸建ては、旧税率適用のためには3月までに引き渡す必要がある。

代替され、日本からの輸出は伸びていない。

駆け込み需要に対応した在庫投資が見られず

10～12月期のGDP成長率において、最も予想外だったのは在庫投資の寄与度が前期比▲0.0%Pt（7～9月期0.1%Pt）にとどまった点である。当社では、1～3月期の駆け込み需要に備えて、10～12月期に一定の在庫積み増しが行われ、成長率を0.2%Pt程度押し上げると想定していた。今回の結果は、在庫積み増しと取り崩しがともに1～3月期に行われる可能性を示唆している。なお、1次QE段階の在庫投資推計は基礎統計が出揃う前の仮置き計数に基づいており、今後大きく改訂される可能性がある。

GDPデフレーターはマイナス圏にとどまる

10～12月期のGDPデフレーターは前年比▲0.4%（7～9月期▲0.4%）と引き続きマイナス圏にとどまった。内需デフレーターは7～9月期前年比0.4%が10～12月期に0.5%へ伸びを高め、日本経済がデフレ脱却へ向かっていることを改めて示したが、外需デフレーターによる押し下げにより打ち消されてしまっている。

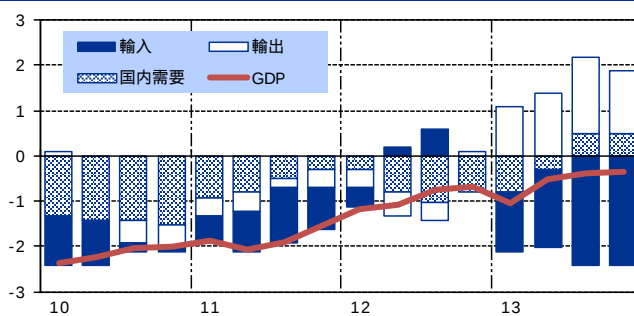
2014年1～3月期は大幅な成長加速の見込み

冒頭で述べたとおり、2013年10～12月期の成長率は期待外れだったが、2014年1～3月期には成長率が大幅に高まると見込まれる。10～12月期に見られた個人消費を中心とする駆け込み需要の構図が更に強まるためである。既に述べたように、10～12月期までは耐久財が中心だったが、1～3月期には耐久財のみならず、春物衣料などの半耐久財や賞味期限の長い食料などの非耐久財、更には年間パスの購入などのサービス消費にも駆け込み購入の動きが広がる。また3月末までの引き渡しなどを目指し、住宅投資も高水準が続く。設備投資も牽引役とはなりえないが増勢を維持すると見込まれ、民需の伸びが大幅に高まる。一方、公共投資については先行指標のピークアウトが鮮明であり、1～3月期は減少へ転じる可能性が高い。輸出についても、世界経済の拡大が追い風となるものの、企業の海外生産重視姿勢が変わらないため、高い伸びは期待できない。このように公需と外需が成長の足を引っ張るものの、民需の拡大により吸収されるだろう。以上を踏まえ、当社は現時点で2014年1～3月期の成長率を前期比年率6%台と想定する。

4～6月期に生じる駆け込み需要の反動は厳しい

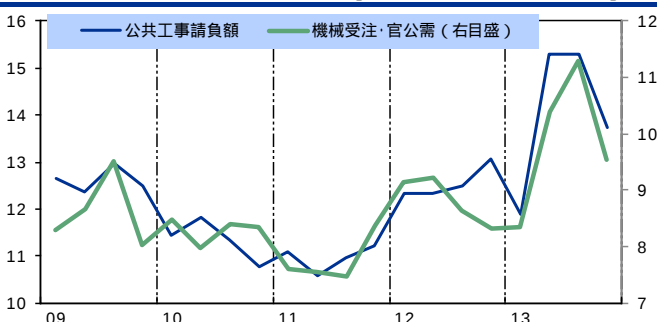
言うまでもないが、4～6月期には大幅な反動減が避けられない。消費税率引き上げ前の駆け込み需要の反動が生じるほか、消費増税による実質賃金の目減りが家計の消費支出を大きく押し下げる。なお、2月6日に2013年度補正予算が成立した。麻生財務大臣は補正予算の早期実施を目指しているが、実際に執行が本格化するのは4～6月期の終盤から7～9月期となる可能性が高いだろう。7～9月期には5.5兆円規模の2013年度補正予算が本格的に効果を発揮することもあり、日本経済はリセッション入りを回避するが、2014年度の成長率は0%台半ばにとどまる見込みである。

GDPデフレーターの寄与度分解（前年比、%）



（出所）内閣府

公共投資の先行指標動向（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