Sep 9, 2013　　No.2013-160　　伊藤忠経済研究所

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 月期成長率は予想通りの上方修正となり、見通し据え置き
～　成長率予想：2013 年度 2.9%、2014 年度 0.2%

日本経済の 4～6 月期成長率は 1 次 QE の年率 2.6%が 2 次 QE で 3.8%へ上方修正。しかし、大部分は事前に想定された設備投資や在庫投資の上方改訂であり、また 7～9 月期の成長減速も勘案し、成長率見通しを 2013 年度 2.9%、2014 年度 0.2%、2015 年度 1.2%に据え置き。

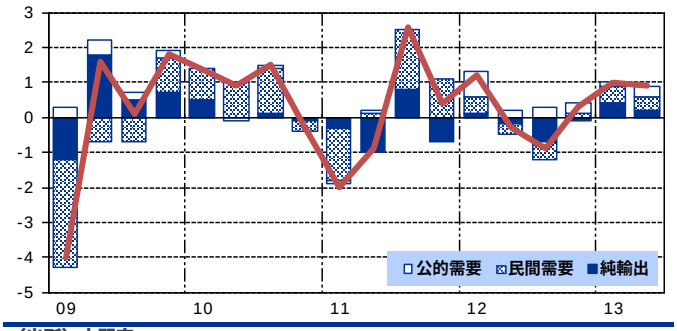
4～6 月期成長率は年率 3.8%へ上方修正

GDP 統計の二次推計値（二次 QE）において、日本経済の 2013 年 4～6 月期実質 GDP 成長率は前期比 0.9%、年率 3.8%となり、一次 QE の前期比 0.6%、年率 2.6%から大幅に上方修正された。市場予想は年率 3.9%、当社予想も同じく年率 3.9%であり、概ね予想通りと評価できる。サプライズはない。

GDP 統計は消費税率引き上げの判断を支持

安倍政権は、今回の 4～6 月期二次 QE に加え、8 月下旬に実施した有識者会合の意見や 8 月の月次データ（9 月下旬公表）、9 月日銀短観（10 月 1 日公表）などを踏まえ、10 月 4 日頃に消費税率引き上げの最終判断を行う方針と報じられている。少なくとも、2013 年前半の GDP 動向は、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。

GDP成長率の四半期推移（前期比、%、%Pt）



（出所）内閣府

上方修正には設備投資と在庫投資が寄与

内訳を見ると、GDP 成長率の上方修正に寄与したのは民需、中でも企業部門の設備投資と在庫投資である。4～6 月期の法人企業統計等に基づき、設備投資が前期比▲0.1%から 1.3%へ（寄与度 0.0%Pt→0.2%Pt）、在庫投資は寄与度▲0.3%Pt から▲0.2%Pt へ上方修正され、合計で成長率を 0.3%Pt 押し上げた。個人消費が前期比 0.8%から 0.7%へ下方修正されたものの（寄与度 0.5%Pt→0.4%Pt）、民需全体では寄与度が 0.2%Pt から 0.4%Pt へ高まった。また、一次 QE 時点で未公表だった 6 月分のデータを反映し、公共投資も 1.8%から 3.0%へ上方修正されたが、政府消費の 0.8%から 0.7%への下方修正で相当部分が減殺され、公需全体での伸びは僅かな上方修正にとどまった。なお、在庫投資は詳細が公表されていないが、流通在庫や仕掛品及び原材料在庫が、一次 QE 段階から上振

実質GDP成長率の推移

前期比,%,%Pt	2012年 10～12月	2013年 1～3月	2013年4～6月 前期比	2013年4～6月 寄与度	4～6月1次QE 前期比	4～6月1次QE 寄与度
実質ＧＤＰ	0.3	1.0	0.9		0.6	
（前期比年率%）	1.1	4.1	3.8		2.6	
（前年比%）	0.4	0.3	1.2		0.9	
国内需要	0.3	0.6	0.7	0.7	0.4	0.5
民間需要	0.1	0.7	0.6	0.4	0.2	0.2
個人消費	0.5	0.8	0.7	0.4	0.8	0.5
住宅投資	3.6	1.9	▲0.3	0.0	▲0.2	0.0
設備投資	▲1.2	▲0.0	1.3	0.2	▲0.1	0.0
在庫投資（寄与度）	(▲0.2)	(0.0)		▲0.2		▲0.3
公的需要	1.1	0.3	1.2	0.3	1.0	0.3
政府消費	0.6	0.0	0.7	0.2	0.8	0.2
公共投資	3.2	1.4	3.0	0.2	1.8	0.1
純輸出（寄与度）	(▲0.1)	(0.4)		0.2		0.2
輸　出	▲2.7	4.0	3.0	0.4	3.0	0.4
輸　入	▲2.0	1.0	1.5	▲0.3	1.5	▲0.3
名目ＧＤＰ	0.1	0.6	0.9		0.7	
（前年比%）	▲0.3	▲0.8	0.7		0.5	
デフレーター（前年比%）	▲0.7	▲1.1	▲0.5		▲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。

れしたものと推測される。

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	2.9	0.2	1.2
国内需要	1.3	1.9	2.4	▲0.5	0.9
民間需要	1.4	1.2	2.2	▲1.0	1.2
個人消費	1.6	1.6	2.6	▲1.6	0.9
住宅投資	3.7	5.3	7.3	▲10.2	3.5
設備投資	4.1	▲1.4	1.1	3.4	1.9
在庫投資(寄与度)	(▲0.5)	(▲0.1)	(▲0.2)	(0.1)	(0.0)
政府消費	1.4	2.1	1.6	1.3	1.2
公共投資	▲2.2	15.0	8.5	0.4	▲3.6
純輸出(寄与度)	(▲1.0)	(▲0.7)	(0.5)	(0.7)	(0.3)
輸　出	▲1.6	▲1.2	6.8	5.9	3.6
輸　入	5.3	3.8	3.6	1.7	2.3
名目ＧＤＰ	▲1.4	0.3	2.2	2.0	2.0
実質ＧＤＰ(暦年ベース)	▲0.6	2.0	1.9	1.5	0.8
鉱工業生産	▲1.1	▲2.6	3.3	1.6	2.2
失業率(%、平均)	4.5	4.3	3.9	3.7	3.2
消費者物価(除く生鮮)	0.0	▲0.2	0.6	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。

成長率予想を 2013 年度 2.9%、2014 年度 0.2%、2015 年度 1.2%に据え置き

4～6 月期 GDP は年率ベースで 1.2%Pt（2.6%→3.8%）も上方修正されたが、景気判断や成長率見通しに大幅な修正を迫るものではない。従前のレポートで指摘したように在庫投資の上方修正は一次 QE 時点から予想されており、また設備投資の下げ止まりから持ち直し、昨年度補正予算の執行による公共投資の増加も、シナリオの範囲内である。

以上の認識を踏まえ、**成長率予想を、一次推計公表時点の 2013 年度 2.9%、2014 年度 0.2%、2015 年度 1.2%に据え置く**。なお、本予測は、消費税率が法定通り 2014 年 4 月に 5%から 8%へ、2015 年 10 月に 8%から 10%へ引き上げられることを前提にしている。

2013 年度は高成長も、7～9 月期は 2%台半ばへの減速を想定

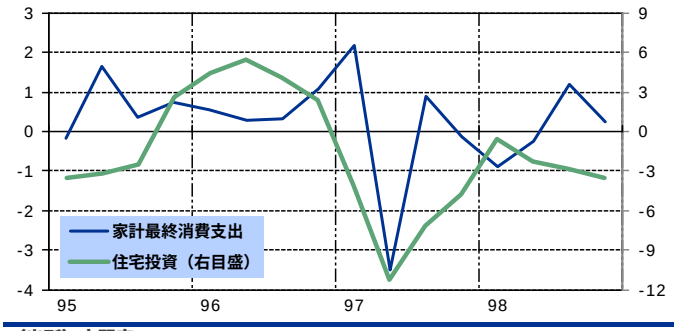
新興国経済の成長鈍化を受けた外需動向などに不安はあるものの、内需の増勢に支えられ、2013 年度中の日本経済は高めの成長を維持するとの見通しを維持する。①昨年度補正予算に盛り込まれた公共工事の執行により 7～9 月期以降も公共投資の拡大が見込まれるほか、②消費税率引き上げ前の駆け込み需要により住宅投資は今後大幅に増加し、また個人消費も 7～9 月期こそ伸びが鈍化するものの、堅調推移を維持する可能性が高い。雇用所得環境の改善が、個人消費の下支えに働く。増勢の大幅加速こそ期待できないが、業績改善の下で、設備投資もプラス圏を維持すると考えられる。

なお、7 月の月次データは、2013 年前半の高成長の反動等から、個人消費を中心に日本経済の回復モメンタムが幾分鈍化していることを示しており、現時点で当社は **7～9 月期の実質 GDP 成長率が年率 2.4%へ低下する**と見込んでいる。

消費税率引き上げにより 2014 年度は低成長に

2013 年度の高成長から一転して、2014 年度は低成長が予想される。**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。家計部門の落ち込みは、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、ある程度補われるものの、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

1997年4月の消費税率引き上げ（前期比、%）



（出所）内閣府

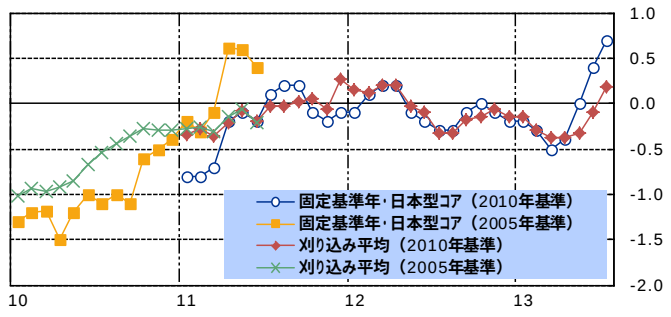
決定権限を有する景気動向研究会がリセッション認定をすることもないと考えられる。

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。**補正予算の詳細は現時点で不明だが、2014 年度予算と一体で運用されることにより、消費税率引き上げ後の景気の落ち込みをある程度緩和**すると考えられる [1]。

インフレ率は徐々に伸びを高める

2013 年 7 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%（6 月 0.4%）へ高まり、食料とエネルギーを除く総合（以下、米国型コア）も▲0.1%（同▲0.2%）へマイナス幅が縮小した。**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が、刈り込み平均 CPI などの上昇が示すように、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っている**。高成長による**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、米国型コアは 2013 年 10～12 月期にプラス圏へ転じる見込み**である。エネルギー価格上昇による寄与は 8 月をピークに縮小へ向かう可能性が高いものの、米国型コアの上昇に支えられ、10～12 月期に日本型コアは 1%近傍まで上昇率が高まると予想される。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。

刈り込み平均CPIの推移（前年比、%）



（出所）総務省資料より当社作成

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 0.6%（従来 0.4%）、2014 年度 2.9%（同 2.8%）、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 0.7%）、2015 年度 1.0%（同 1.0%）である。2013～2014 年度について、エネルギー価格想定を修正し、日本型コアの予想を従来から小幅引き上げている（米国型コア予想は据え置き）。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%）**と予想する。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、それが日本の隅々に行き渡るには、相応の時間を要し、その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。

[1] 従来から、当社では、補正予算と 2014 年度本予算の一体運用などにより 2014 年度の公共投資が 2013 年度対比で横ばい程度と想定している。公共投資以外の補正予算、報道ベースで言えば、低所得者や住宅購入者向け現金給付などによる 2014 年度の成長率押し上げは 0.2%Pt 前後にとどまる可能性が高い。補正予算を加味した場合、2014 年度の成長率予想は 0.4%程度になる。