

2013年4-6月期四半期別GDP速報（1次速報値） 発表日：2013年8月12日（月）
～事前予想を下回るが、懸念は不要。先行きは好調な推移が予想される～

第一生命経済研究所 経済調査部
主席エコノミスト 新家 義貴
TEL:03-5221-4528

○ 設備投資と在庫が下振れ、事前予想を下回る

本日内閣府から公表された2013年4-6月期の実質GDP成長率（1次速報）は前期比年率+2.6%（前期比+0.6%）となった。事前の市場予想（前期比年率+3.6%、筆者予想：+3.4%）を下回るネガティブサプライズである。設備投資（前期比▲0.1%）、在庫投資（前期比寄与度▲0.3%Pt）の減少が予想下振れの主因。設備投資はプラス転化が見込まれていたがマイナスが継続、在庫投資は前期比年率で▲1.1%Ptも成長率を押し下げている。個人消費（前期比+0.8%）は予想対比上振れたものの、設備投資と在庫投資の下振れの影響が大きく、GDP全体ではコンセンサスを下回った。

ただし、在庫投資については在庫調整の進展と捉えることが可能であり、先行きの成長にとってはむしろプラスであることに注意が必要だ。この在庫投資を除けば4-6月期のGDPは前期比年率+3.7%となる。ヘッドライン以上に内容は良好である。

また、事前予想対比下振れた設備投資、在庫投資とも、法人企業統計の結果を受けてGDP2次速報（9月9日公表）で改定が行われる需要項目だ。特に在庫投資については、1次QE段階で仮置きされている仕掛品在庫、原材料在庫の値が低いことで下振れている面もあるため、2次QEで上方修正される可能性は相応にあるだろう。2次QEの結果も併せて判断したいところだ。

○ 弱い結果ではない

4-6月期のGDPは事前予想を下振れたものの、冷静に見れば、1-3月期の前期比年率+3.8%に続いての高成長であることに変わりはない。均してみれば年率+3%ペースの成長であり、年前半の景気は好調に推移したとの評価で良いだろう。景気は「期待先行」の段階を過ぎ、実態としても強まっていることが改めて確認された形だ。

4-6月期の景気を牽引したのは個人消費と輸出だ。輸出については円安効果が顕在化しつつあることが押し上げ要因になったとみられる。個人消費についても所得の改善を伴った増加となっており、ポジティブに受け止められる。設備投資の低迷持続は予想外だったが、7-9月期には増加に転じるとみられ、懸念は不要だろう。

また、4-6月期は名目成長率が前期比年率+2.9%と、実質の伸び（同+2.6%）を上回った点も注目される。名目成長率で見ると1-3月期（+2.5%）から伸びが加速する形になる。GDPデフレーターは前年比▲0.3%と、1-3月期の同▲1.1%から大きく縮小、前期比でも+0.1%とプラスに転じた。輸出入の影響を除いた国内需要デフレーターでも前年比のマイナス幅は大きく縮小。デフレ圧力が和らぎつつあることが示されている。

このように、4-6月期のGDPは予想対比下振れたが、①1-3月期と均せば年率+3%台の高成長であること、②在庫投資の下振れにより押し下げられていること、③名目成長率の伸びが実質を上回ったこと、④2次QEで上方修正される可能性があること、などを踏まえると、特に懸念すべき内容ではない。景気は着実に回復していると判断できる。

○ 需要項目別の動向

需要項目別に見てみよう。設備投資は前期比▲0.1%と、僅かながら減少した。減少は6四半期連続。事前予想ではプラス転化が予想されており、意外な結果。設備投資の回復が遅れていることが改めて確認された形になる。ただし、景気回復期待の強まりから企業マインドが大幅に改善していることに加え、企業収益の改善も明確化していることから考えて、先行きは増加に転じる可能性が高いだろう。先行指標である機械受注が持ち直しているほか、日銀短観や日本政策投資銀行、日本経済新聞社などの設備投資計画も軒並み強く、7-9月期以降の設備投資は増加傾向で推移するとみられる。

在庫投資は前期比寄与度▲0.3%ポイント（前期比年率▲1.1%ポイント）となり、成長率を大きく押し下げた。ただし、在庫投資の下振れは在庫調整の進展を示すものでもあり、ネガティブに受け止める必要はないだろう。先行きの景気を見る上ではむしろ上振れ要因になり得る。また、今回の数字は、1次QE段階で仮置きされている仕掛品在庫、原材料在庫が低い数字であることが下押しになった可能性が高い点にも注意が必要だ。前述の通り、2次QEで上方修正される可能性があることにも留意しておきたい。

一方、強さが目立ったのが個人消費であり、前期比+0.8%の高い伸びだった。1-3月期の個人消費が前期比+0.8%と高い伸びだったため、4-6月期は伸びが大きく鈍化するのが自然なのだが、予想以上の好調さを保っている。5月22日にかけて株高が進んだことで消費マインドが改善したことが押し上げ要因になったとみられるほか、雇用の緩やかな持ち直しやボーナスの増加などが消費意欲の拡大に繋がったと考えられる。実際、4-6月期の名目雇用者報酬は前年比+1.0%（1-3月期：▲0.0%）、前期比+0.3%（1-3月期：+0.6%）と改善、実質で見ても前年比+1.4%（1-3月期：+0.7%）、前期比+0.4%（1-3月期：+0.7%）と持ち直しており、所得の改善が消費増を後押しした様子が窺える。また、4-6月期の消費を形態別に見ると、耐久財消費が前期比+2.9%、衣料品等を中心とした半耐久財消費が+1.4%と好調だったほか、非耐久財消費が+0.4%、教養娯楽や外食などのサービス消費も+0.6%と底堅く、全般的に改善がみられている。消費に広がりが出ている点も好材料だ。

4-6月期は輸出の増加も明確化しており、実質輸出は前期比+3.0%の高い伸びとなった。昨年11月以降に急速に進んだ円安の効果が顕在化し始めていることが窺える結果である。地域別では、欧州向けの低調な推移が続いた一方、米国向け輸出の好調さが目立った。中国向けも、日中関係悪化により大幅に落ち込んでいた自動車輸出が持ち直したことから増加し、押し上げ要因になっている。また、輸入についても、国内生産活動の持ち直しを反映して前期比+1.5%と2四半期連続で増加したが、輸出の増加幅が輸入を上回った。この結果、4-6月期の外需寄与度は前期比+0.2%ポイント（前期比年率+0.7%ポイント）とGDPの押し上げ要因となった。

公共投資も前期比+1.8%と6四半期連続で増加した。1-3月期の同+1.1%から伸びが高まっている。2月に成立した補正予算による押し上げ効果が顕在化したことが押し上げ要因になったようだ。また、政府消費は前期比+0.8%と高い伸びになり、予想対比上振れた（理由は分からない）。

また、住宅投資は前期比▲0.2%と、小幅ながら5四半期ぶりに減少に転じている。事前予想ではプラスが見込まれており、やや意外な結果である。ただし、足元では消費税率引き上げを睨んだ駆け込み需要や、金利先高感、価格上昇期待の強まりなどから住宅着工が明確に増加しており、先行きははっきり増加するだろう。

ちなみに、公共投資の伸びはそれほど高いわけではなく、住宅投資に至ってはマイナスだが、これはGDP統計では請負・着工段階ではなく進捗（出来高）段階で計上されるためである。先行指標である公共工事請負金額や住宅着工が足元で増加ペースを速めていることを考えると、7-9月期にはGDPベースの住宅投

資、公共投資とも大きく伸びる可能性が高い。特に公共投資はかなりの増加を示す公算が大きく、成長率を押し上げるだろう。

○ 先行きは好調な推移が続く公算大

先行きの景気も好調に推移するだろう。円安による輸出数量押し上げ効果は今後一段と強まることに加え、設備投資も増加に転じる見込みだ。また、公共投資の大幅増は確実、住宅投資もはっきりと増加する可能性が高い。マインド改善の一服から個人消費は伸びが鈍化するだろうが、雇用・賃金の増加に支えられる形で底堅さを保つだろう。こうした押し上げ要因に加え、（2次QEでの改訂の可能性をとりあえず無視すると）4-6月期の成長率押し下げ要因になった在庫投資のマイナス寄与が縮小する公算が大きいことも考慮すれば、7-9月期のGDP成長率は年率+4%台になってもおかしくない。その先についても、来年4月の消費税率引き上げを睨んだ個人消費の駆け込み需要が本格化することが、成長率の押し上げ要因になる。

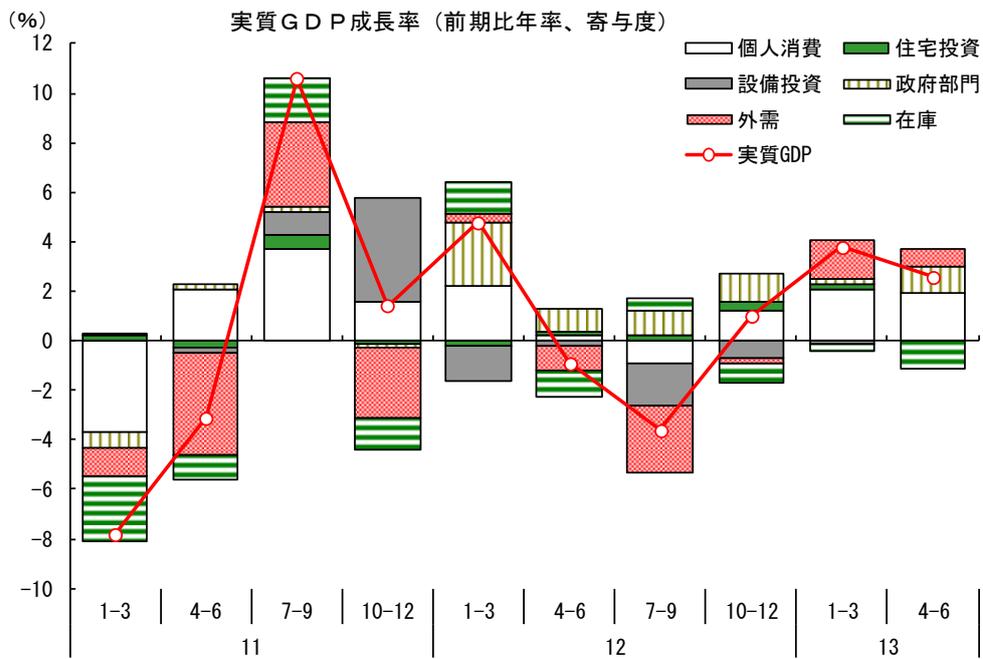
中国経済の減速が輸出の頭を抑える可能性がある点や、円高・株安の進展等のリスクについては注意が必要だが、国内の実体経済発で景気が崩れる可能性は低い。年度内の景気は好調な推移が続く可能性が高いだろう。

図表 実質GDPの推移

	12年				13年		当社事前予想
	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	
実質GDP	1.2	▲ 0.2	▲ 0.9	0.3	0.9	0.6	0.8
(前期比年率)	4.8	▲ 0.9	▲ 3.6	1.0	3.8	2.6	3.4
内需寄与度	1.1	0.0	▲ 0.2	0.3	0.5	0.5	0.5
(うち民需)	0.5	▲ 0.2	▲ 0.5	0.0	0.5	0.2	0.3
(うち公需)	0.7	0.2	0.3	0.3	0.1	0.3	0.2
外需寄与度	0.1	▲ 0.2	▲ 0.7	▲ 0.1	0.4	0.2	0.3
民間最終消費支出	0.9	0.1	▲ 0.4	0.5	0.8	0.8	0.5
民間住宅	▲ 1.5	2.1	1.6	3.6	1.9	▲ 0.2	0.9
民間企業設備	▲ 2.5	▲ 0.3	▲ 3.2	▲ 1.4	▲ 0.2	▲ 0.1	1.3
民間在庫品増加(寄与度)	0.3	▲ 0.2	0.1	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.2
政府最終消費支出	1.6	0.0	0.4	0.6	0.1	0.8	0.3
公的固定資本形成	7.5	5.1	3.5	3.0	1.1	1.8	2.3
財貨・サービスの輸出	2.7	▲ 0.2	▲ 4.5	▲ 2.7	4.0	3.0	2.9
財貨・サービスの輸入	2.0	1.3	0.0	▲ 2.0	1.0	1.5	0.8
名目GDP	1.2	▲ 0.8	▲ 0.9	0.1	0.6	0.7	1.0
(前期比年率)	5.0	▲ 3.3	▲ 3.4	0.4	2.5	2.9	3.8
GDPデフレーター(前年比)	▲ 1.0	▲ 1.0	▲ 0.8	▲ 0.7	▲ 1.1	▲ 0.3	▲ 0.7

(出所)内閣府「国民経済計算」

※断りの無い場合、前期比(%)



(出所)内閣府「国民経済計算」