

**2014年1-3月期四半期別GDP速報（1次速報値）**

～設備投資上振れで、予想以上の高成長。実態としてのGDPは前期比年率+4%台後半？～

発表日：2014年5月15日（木）

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

**○ 設備投資の上振れが好材料**

本日内閣府から公表された2014年1-3月期の実質GDP成長率（1次速報）は前期比年率+5.9%（前期比+1.5%）となり、13年7-9月期（前期比年率+1.3%）、10-12月期（同+0.3%）から成長率が急加速した<sup>1</sup>。事前の市場予想（前期比年率+4.3%、筆者予想：+5.5%）でも高成長は予想されていたが、それをさらに上回る高い伸びである。

駆け込み需要の集中から個人消費が急増したことが高成長の主因。駆け込み需要の影響残存により住宅投資も高い伸びが続いた。また、駆け込み以外でも、設備投資が前期比+4.9%と前期から伸びを大幅に高めたことが押し上げ要因になっている。これまで出遅れていた設備投資が持ち直していることは好材料だ。1-3月期のGDPの結果が市場予想を上振れた主因は、この設備投資の急増である。このように、1-3月期は民間内需が牽引役となっている。

一方、外需が引き続き足を引っ張っている点は懸念材料。輸出は前期比+6.0%と高い伸びだが、これは統計上の技術的な要因で押し上げられており、実態としては弱い（後述）。14年度は個人消費に期待できないなか、景気回復の持続に向けては輸出の増加が必要になるだけに、足元の輸出の弱さは気にかかる。

ちなみに、実質GDPはこの技術的な輸出（入）の上振れで前期比年率1.2%Pt程度の過大推計になっている可能性がある。そのため、実態としては、1-3月期の実質GDPは前期比年率+4%台後半程度と考えられる点には注意が必要だ。

当然のことながら、1-3月期の景気は駆け込み需要によって大きく押し上げられており、その分（消費、住宅）については割り引いてみる必要がある<sup>2</sup>。ただ、輸出の弱さは懸念材料であるものの、設備投資が予想外に強いことはポジティブサプライズであり、駆け込み要因を除いたとしても、今回のGDPは強めの結果と評価できる。景気回復基調が続いていることを示す結果である。

**○ 2013年度の動向**

2013年度の実質GDP成長率は+2.3%となり、2012年度の+0.7%から伸びが高まった。外需寄与度は▲0.5%Ptの一方、内需寄与度は+2.8%Ptで、13年の成長が内需主導だったことがここでも確認できる。13年はアベノミクス効果等もあって成長率が大きく加速したことが示されている。

<sup>1</sup> 季節調整のかけ直しや基礎統計の改定に伴い過去の値も改定されており、2013年1-3月期が前期比年率+4.9%（改定前+4.5%）、4-6月期が+3.5%（改定前+4.1%）、7-9月期が+1.3%（改訂前+0.9%）、10-12月期が+0.3%（改訂前+0.7%）などとなった。7-9月期が+1%台に乗せた一方、10-12月期が一段と下方修正されるなどといった動きはあるが、「13年前半に高成長、年後半に伸び鈍化」という構図は不変。景気認識に変更を迫るものではない。

<sup>2</sup> 逆に、駆け込み需要対応による輸入増が成長率を押し下げている点も割り引いて見る必要がある。

## ○ デフレーターがマイナス圏脱却

14年1-3月期のGDPデフレーターは前年比0.0%だった。季節調整済み前期比では▲0.2%だが、前年比としては2009年7-9月期以来のマイナス圏脱出である。また、輸出入の影響を除いて計算される国内需要デフレーターでも前年比+0.7%（10-12月期：+0.5%）とプラス幅が拡大し、3四半期連続のプラスである。内訳では、個人消費デフレーター（10-12月期：前年比+0.4% → 1-3月期：前年比+0.6%）の改善が目立つ。デフレーターの間からも、デフレ圧力が明確に和らいでいることが示されている。

## ○ 需要項目別の動向

14年1-3月期の成長率を需要項目別に見てみよう。今回成長率を大きく押し上げたのは個人消費であり、前期比+2.1%と急増している。1997年1-3月期の個人消費は前期比+2.1%であり、GDP統計上では、前回増税時並みの駆け込み需要が発生したと推測できる。

13年10-12月期は駆け込み需要が概ね自動車に限られていたが、増税直前の1-3月期はその他の品目でも駆け込みが広がり、消費を大きく押し上げた。特に強いのが高額品の多い耐久財消費であり、家電等を中心に前期比+13.7%と極めて高い伸びになった。また、衣料品を中心とした半耐久財消費も+6.4%と大きな駆け込みが見られている。その他、食料・日用品などでも増税直前の3月後半に駆け込みが見られ、非耐久財消費も+1.3%と増加した。なお、サービス消費は前期比+0.1%と、ほとんど駆け込みはみられなかった。

そのほか、名目雇用者報酬は前年比+0.4%（10-12月期+1.6%）と伸びが縮小、前期比では▲0.2%（10-12月期+0.5%）となっており、依然として賃金の回復が鈍いことが示されている。加えて、物価上昇ペースが速いことから、実質雇用者報酬では前年比▲0.7%（10-12月期+0.6%）、前期比▲0.3%（10-12月期▲0.1%）と、名目以上に物足りない結果であることには注意が必要。また、4-6月期は消費増税により実質雇用者報酬は一段と押し下げられることになり、消費への大きな重石になる。4月以降に賃上げが進むかどうか、今後の消費の先行きを占う上で重要だ。

住宅投資は前期比+3.1%と高い伸びで、8四半期連続の増加となった。住宅着工については既に駆け込み需要の反動から大幅に減少しているが、GDP統計では進捗ベースでカウントされるため、過去の着工増の影響を受ける形で住宅投資は増加した。ただし、4-6月期以降については反動減の影響が顕在化することで大幅減が避けられない。

設備投資は前期比+4.9%と大幅増だった。これで4四半期連続の増加であり、10-12月期の+1.4%から伸びがはっきり高まっている。設備投資の増加は予想されていたものの、増加幅は事前の市場予想を明確に上振れるポジティブサプライズとなった。企業収益の大幅増加や企業マインドの改善などを背景に、企業の投資意欲が持ち直していることが背景にあるのだろう。設備投資の回復感が増してきたことは先行きの景気を見る上でも心強い。先行指標である機械受注は伸びが鈍化しているものの、日銀短観における14年度設備投資計画はまずまずの出足であることに加え、設備過剰感の解消も進んでおり、先行き、設備投資の増加が景気の下支えになることが期待される。

公共投資は前期比▲2.4%と5四半期ぶりに減少した。これまで、13年2月に成立した緊急経済対策の効果から公共投資は増加を続けていたが、足元では効果が剥落しつつある。14年2月成立の補正予算の効果顕在化は4-6月期以降になるとみられ、1-3月期は経済対策の端境期となった模様。

在庫投資は前期比寄与度▲0.2%Pt（前期比年率寄与度▲0.8%Pt）と成長率を押し下げた。駆け込み需要の発生に伴い、在庫の取り崩しが生じた。特に流通在庫のマイナス寄与が大きかったとみられる。

## ○ 輸出入の急増は統計上の技術的要因によるもの。GDPは前期比年率で1.2%Pt 程度過大推計？

外需については解釈に注意を要する。1-3月期の輸出は前期比+6.0%、輸入は前期比+6.3%と、ともに急増した（外需寄与度では▲0.3%Pt）。ただしこれは統計上の技術的な要因によるものであり、実態から大きく乖離している<sup>3</sup>。

GDP輸出入の基礎統計である国際収支統計で見直しが行われたことがこの問題の背景にある。この見直しにより、13年12月と14年1月を境にして国際収支統計で断層が生じている。日本銀行ではこれに対応した組み替え計数を公表しているが、統計上の制約から、それでもなお断層は除去しきれていない。

基礎統計（国際収支統計）に断層が残ったままの状態でのGDPの輸出入を作成すれば、当然、出てくる結果にも断層が生じる。結果として、1-3月期の実質輸出、実質輸入とも急増した。輸出入とも、実態と比べて大幅な過大推計と考えられる。

ここで、筆者が一定の仮定<sup>4</sup>を置いて試算したところ、この断層の影響を除去した場合の輸出は前期比▲0.3%、輸入は前期比+2.3%となった。実態としての輸出は前期比で横ばい圏だった可能性が高く、1-3月期も引き続き停滞していたとの評価が妥当だろう。地域別では（貿易統計からの判断）、米国向け、欧州向けは増加したものの、中国向けやその他アジア向けが減少し足を引っ張る形になっている。輸出低迷が続いていることは今後の景気を占う上でも懸念材料。一方、輸入は断層除去後の試算値でも増加が続いている。元々内需が好調だったところに駆け込み需要も加わり、高い伸びとなった。

なお、輸出入ともに過大推計が生じているが、輸出の過大推計幅の方が大きいので、GDPの値にも影響が出る。実質GDPは、この技術的な要因で前期比年率1.2%程度の過大推計になると試算される。そのため、公表された実質GDPの値は前期比年率+5.9%だが、実態としては+4%台後半程度と考えられる。誤った景気判断を避けるため、こうした技術的な要因を考慮に入れて公表数値を評価することが重要だ。

## ○ 景気後退は回避可能

14年4-6月期は、駆け込み需要の反動減により大幅マイナス成長が必至だ。駆け込みが大きかった分、反動減も大きくなると見るのが自然であり、個人消費は大幅減となるだろう。住宅投資でも、4-6月期には反動減が顕在化し、大幅減になる公算大だ。駆け込み輸入の反動から輸入が減少に転じることや、在庫の増加等が成長率下支えに寄与するとみられるが、消費減の影響は大きく、4-6月期の成長率は前期比年率▲4%前後の落ち込みになると予想している。

もっとも、駆け込みがあれば反動があるのは当然であり、そのことをことさら問題視する必要はない。

問題は5月以降の回復ペースだ。増税による負担増の重石から消費の戻りが弱い状況が続くのか、それとも賃金増などの後押しから速やかに水準を戻していくのか。また、伸び悩んでいる輸出が回復に向かうかどうかといった点にも注目が集まる。

筆者は現時点で、①97年には、特別減税の終了や社会保障負担の増加、金融不安による消費者マインドの急低下など、消費税率引き上げの他にも様々な悪材料が存在したこと、②今回は雇用・賃金の増加が期待できることなどから、97年と比べると今回の消費の回復ペースは速くなると予想している。また、輸出についても、海外経済の成長率が徐々に高まるなか、緩やかに増加していく可能性が高いだろう。景気の回復ペー

<sup>3</sup> 詳しくは、5月2日発行のEconomic Trends「国際収支統計の改訂がGDPを大きく攪乱 ～1-3月期のGDP輸出入は実態から乖離の公算大。実質GDPも過大推計になる可能性あり～」をご参照ください。

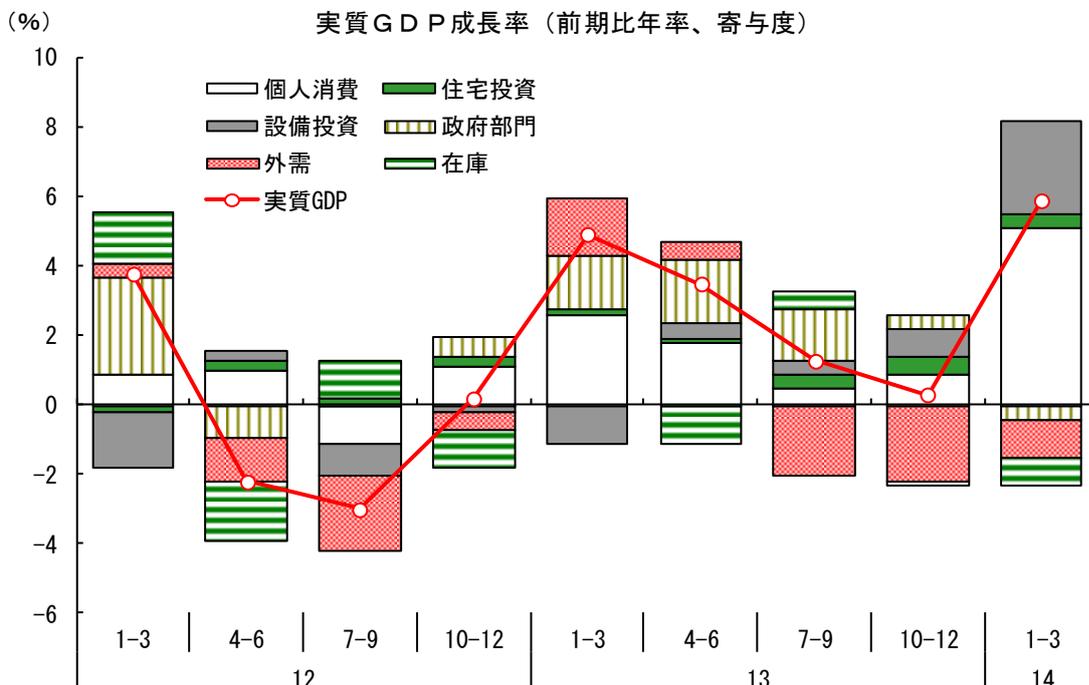
<sup>4</sup> 財の輸出入については、14年1～3月の貿易統計の輸出入金額を元にして試算を行ったほか、サービス輸出入（直接購入除く）については、（非常に大胆な仮定だが）14年1-3月期は季節調整済み前期比を横ばいと仮定することで試算を行った。

スは13年から鈍化するものの、14年度の日本経済も、回復基調を維持できると予想する。

図表 実質GDPの推移

	13年				14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	
実質GDP	1.2	0.9	0.3	0.1	1.5	1.3
(前期比年率)	4.9	3.5	1.3	0.3	5.9	5.5
内需寄与度	0.8	0.7	0.8	0.6	1.7	1.6
(うち民需)	0.4	0.3	0.4	0.5	1.8	1.7
(うち公需)	0.4	0.4	0.4	0.1	▲ 0.1	▲ 0.1
外需寄与度	0.4	0.1	▲ 0.5	▲ 0.6	▲ 0.3	▲ 0.1
民間最終消費支出	1.0	0.7	0.2	0.4	2.1	2.5
民間住宅	1.8	0.8	3.3	4.3	3.1	3.3
民間企業設備	▲ 2.0	1.0	0.7	1.4	4.9	1.8
民間在庫品増加(寄与度)	0.0	▲ 0.3	0.1	0.0	▲ 0.2	▲ 0.2
政府最終消費支出	0.9	0.7	0.2	0.3	0.1	0.2
公的固定資本形成	4.5	6.4	6.9	1.2	▲ 2.4	▲ 2.9
財貨・サービスの輸出	4.3	2.9	▲ 0.7	0.5	6.0	5.8
財貨・サービスの輸入	1.1	1.8	2.4	3.7	6.3	6.6
名目GDP	0.8	0.9	0.2	0.2	1.2	1.2
(前期比年率)	3.1	3.5	0.8	0.8	5.1	4.9
GDPデフレーター(前年比)	▲ 1.0	▲ 0.6	▲ 0.4	▲ 0.4	0.0	0.0

(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」

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、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、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。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。