

2014年7-9月期四半期別GDP速報（1次速報値）

～増税後の景気の弱さを再確認～

発表日：2014年11月17日（月）

第一生命経済研究所 経済調査部

首席エコノミスト 新家 義貴

TEL:03-5221-4528

○ 事前予想を大幅下振れで、2四半期連続のマイナス成長に

本日内閣府から公表された2014年7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率▲1.6%（前期比▲0.4%）と、事前の市場予想（前期比年率+2.0%）を大幅に下回るネガティブサプライズとなった¹。筆者の事前予想は年率+0.8%と最弱気だったが、それすら大幅に下回る結果で、正直言って驚いた。

4-6月期に前期比年率▲7.3%もの大幅減になった後だけに、7-9月期は高成長になるのが当然なのだが（実際、つい2-3ヶ月前までは年率+4%程度がエコノミストのコンセンサスだった）、高成長どころか明確なマイナス成長である。消費増税後の景気の弱さを改めて確認させる結果と言えるだろう。景気は2014年1月をピークとして景気後退局面に入っていた可能性が高いが、今回のGDPはそのことを追認する結果となっている。4-6月期に続いて7-9月期もエコノミストの予想を大きく下回る結果となり、筆者を含め、エコノミストが当初想定していたよりも景気が大幅に下振れて推移していることは否定しようのない事実だ。

また、7-9月期の名目GDP成長率は前期比年率▲3.0%と、4-6月期の▲0.4%に続いて2四半期連続のマイナス成長である。2四半期連続のマイナスは12年4-6月期～7-9月期以来のことになる。

○ 個人消費の弱さと在庫のマイナス寄与が下押し

7-9月期は内需の弱さが際立つが、特に消費増税後の個人消費の回復ペースが緩慢なものにとどまっていることが目立つ。個人消費は4-6月期に前期比▲5.0%と大幅に落ち込んでいたため、反動減が和らぐことで大きなバウンドが生じるのが自然なのだが、実際には前期比+0.4%の低い伸びにとどまり、増税後の消費の低調さを示す結果となった。7-9月期の実質個人消費の水準は駆け込み需要が発生する前の13年10-12月期と比較して▲2.6%も低く、増税による負担増が消費に大きな悪影響を与えていることが分かる。

こうした消費の弱さに加え、住宅投資も反動減の影響が残存することで大幅な減少が続いたほか、4-6月期に前期比寄与度+1.2%Ptと非常に大きなプラス寄与となっていた在庫投資が、7-9月期には同▲0.6%Ptとマイナス寄与に転じたことも成長率を大きく押し下げた。

なお、今回の成長率抑制要因となった要因の一つが在庫であり、「在庫要因を除けばGDP成長率は前期比年率+1.0%で、内容は見た目ほど悪くない」との意見もあるかもしれない。だが、在庫要因を除けば4-6月期の成長率は前期比年率▲12.1%もの落ち込みになるわけで、除いて考えた方がむしろ状況は悪い。いずれにしても、増税後の景気が極めて弱いという事実が変わるわけではない。

¹ 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+5.6%（改定前+5.1%）、4-6月期が+3.2%（改定前+3.4%）、7-9月期が+2.4%（改訂前+1.8%）、10-12月期が▲1.6%（改訂前▲0.5%）、14年1-3月期が+6.7%（改定前+6.0%）、4-6月期が▲7.3%（改訂前▲7.1%）などとなった。13年10-12月期のマイナス幅が大きくなったことが目立つ程度で、「13年（年度）前半に高成長、年末に息切れ感」、「14年1-3月期に駆け込み需要で高成長、4-6月期は反動と増税負担増で急減」という構図は不変。景気認識に変更を迫るものではない。

○ 14年度はマイナス成長へ

今回、14年7-9月期の成長率が大幅に下振れたことで、14年度の成長率見通しは下方修正が必至の情勢である。ほとんどのシンクタンクでは4-6月期の成長率が大幅なマイナス成長になった後、7-9月期はある程度のリバウンドを想定して予測数値を作成していた。7-9月期がマイナス成長となったことで14年度のGDP成長率見通しは下方修正が相次ぎ、マイナス成長予想がコンセンサスになるだろう。日本銀行による14年度成長率見通しも、10月の展望レポートにおいて、それまでの+1.0%から+0.5%へと下方修正されたばかりであるが、既にこの見通しは達成が困難になっている。1月の展望レポートではマイナス成長への下方修正が予想される。原油価格下落の影響から今後CPIの上昇幅が低下しやすいこともあり、追加緩和観測が強まりやすいだろう。

○ 需要項目別の動向

14年7-9月期の成長率を需要項目別に見てみよう。特筆すべきなのは個人消費が前期比+0.4%にとどまったことである。前期比プラスではあるが、4-6月期の大幅減の後には戻りが弱いといわざるを得ない。駆け込み需要の反動減の影響が長引いている面もあるが、増税による負担増により消費が抑制されていることが大きいだろう。消費の内訳を見ると、自動車や家電等の高額品を多く含む耐久消費財が前期比▲4.5%（4-6月期：前期比▲18.8%）、衣料品を中心とした半耐久財が+3.5%（4-6月期：前期比▲12.5%）、食料品等の非耐久財が+2.0%（4-6月期：前期比▲6.8%）、サービスが▲0.0%（4-6月期：前期比▲0.9%）となっている。耐久消費財は4-6月期の前期比▲18.8%という急減の後にもかかわらず7-9月期も減少し、反動減の長期化が示されている。また、駆け込みがほとんどなかったサービス消費も4-6月期が前期比▲0.9%、7-9月期が▲0.0%と停滞が続いているほか、半耐久財、非耐久財についても、1-3月期の駆け込み以上に4-6月期の落ち込みが大きく、7-9月期の戻りも限定的なものにとどまっている。増税による負担増の悪影響の大きさを物語る結果と言えるだろう。

なお、家計調査がサンプル要因で実態以上に下振れているとの指摘もあり、そのことがGDP個人消費の弱さに繋がっている可能性も否定はできない。だが一方で、筆者の試算では、個人消費の供給側推計値も需要側推計値と同様に低調な推移となっており、必ずしも家計調査だけが弱いわけではない。4月以降の消費の弱さをサンプル要因として片付けるのは無理がある。実態としてみても、増税後の個人消費の回復ペースは極めて鈍いと言って良いだろう。

住宅投資は前期比▲6.7%と、4-6月期の同▲10.0%に続いて大幅減となり、成長率の押し下げ要因となった（GDPへの寄与度は前期比年率▲0.8%Pt）。住宅着工では減少ペースが足元で鈍化しつつあるが、GDP統計では進捗ベースでカウントされるため、過去の着工減の影響を受ける形で7-9月期も大幅な減少が続いた。

設備投資は前期比▲0.2%と2四半期連続の減少だった。設備投資の基調は強く、4-6月期の減少から回復が見込めると予想していただけに、やや意外な結果である。消費や輸出の弱さが目立つなか、設備投資は数少ない景気下支え材料になると期待されているだけに、今回の弱さは気にかかるころだ。

公共投資は前期比+2.2%と2四半期連続で増加した。14年2月成立の補正予算の効果が本格的に顕在化したことが効いた形だ。また、予算の前倒し執行が実施されたことも影響した模様である。ただし、先行指標である公共工事請負金額は既にピークアウトしており、10-12月期以降については公共投資による景気押し上げは期待し難いことに注意が必要だ。

在庫投資は前期比寄与度▲0.6%Ptとなった。前期比年率では▲2.6%Ptものマイナス寄与である。4-6

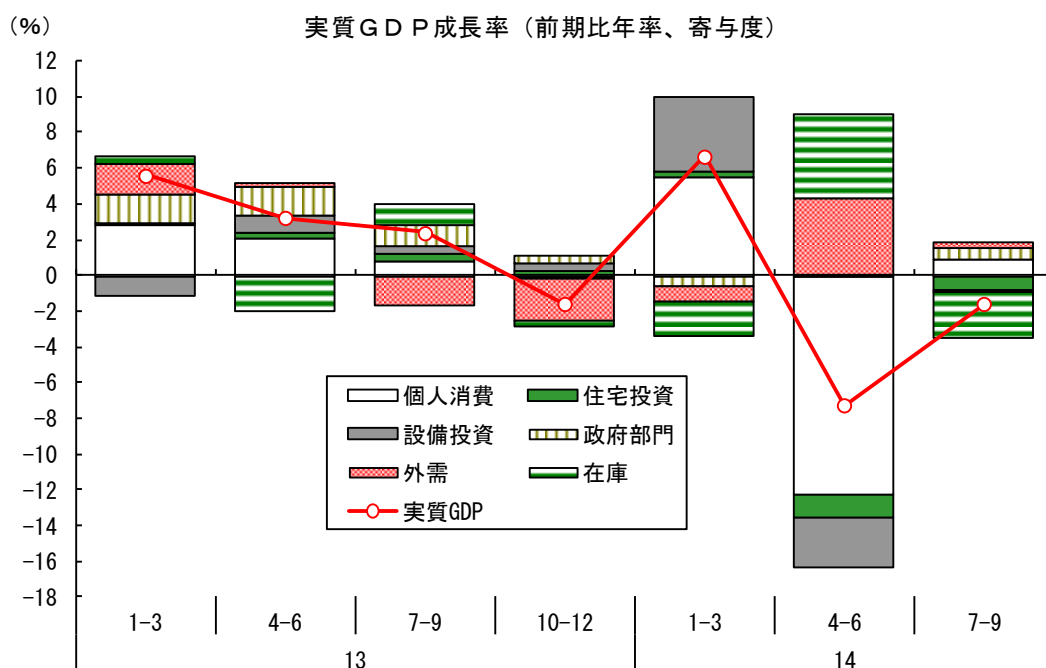
月期の在庫投資寄与度は前期比+1.2%Pt（前期比年率寄与度+4.8%Pt）と、増税後の需要急減を受けての在庫積み上がりが見られていたが、7-9月期は逆に在庫投資が成長率を大きく押し下げる形となった。流通在庫、製品在庫がマイナス寄与になったとみられることに加え、1次速報段階では仮置きとなっている原材料在庫と仕掛品在庫も押し下げ要因になった模様である。

外需寄与度は前期比+0.1%Ptだった。輸出が前期比+1.3%、輸入が前期比+0.8%と、輸出の伸びが輸入の伸びを上回ったことから小幅プラス寄与になった。もっとも、輸出は均してみれば横ばい圏内の動きを脱していない。輸出が増加することで消費増税後の内需の弱さを補うことが当初期待されていたが、輸出の明確な持ち直しは依然として確認できていない。7-9月期の外需寄与度がプラスになったのも、内需の弱さを反映して輸入の戻りが限定的なものにとどまっていることの影響が大きい（4-6月期の輸入は前期比▲5.4%）。

○ 10-12月期はプラス成長も、高成長は見込み難い

14年10-12月期についてはプラス成長を予想しているが、持ち直しペースは緩やかなものにとどまるだろう。増加が期待できるのは設備投資。企業マインドは増税後も高水準を維持していることに加え、設備投資計画も強く、プラスに転じると予想される。個人消費についても、駆け込み需要の反動減が和らぐ動きが続くほか、雇用・賃金も増加基調で推移しており、消費の下支えになることが予想される。内需の2本柱である個人消費と設備投資が持ち直し、GDP全体でも回復が予想される。

もっとも、増税の悪影響は残存しており、消費の回復ペースが一気に強まるには至らない。また、鉱工業指数において、在庫水準が非常に高いことが懸念材料だ。先行き在庫調整圧力が強まることで生産回復の頭を押さえるだろう。その他、7-9月期にプラスになった公共投資が10-12月期には減少に転じる公算が大きいことも下押し要因になる。全体としてみれば、10-12月期のGDPはプラス成長が予想されるが、高成長は見込み難いだろう。原油安に伴う実質購買力増や、円安・株高の効果から景気回復感が徐々に強まるのは15年入り以降になると想定している。



(出所)内閣府「国民経済計算」

図表 実質GDPの推移

	13年		14年			当社事前予想
	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	
実質GDP	0.6	▲ 0.4	1.6	▲ 1.9	▲ 0.4	0.2
(前期比年率)	2.4	▲ 1.6	6.7	▲ 7.3	▲ 1.6	0.8
内需寄与度	1.0	0.2	1.8	▲ 2.9	▲ 0.5	0.1
(うち民需)	0.7	0.1	2.0	▲ 2.9	▲ 0.7	▲ 0.0
(うち公需)	0.3	0.1	▲ 0.1	0.0	0.2	0.2
外需寄与度	▲ 0.4	▲ 0.6	▲ 0.2	1.0	0.1	0.1
民間最終消費支出	0.3	0.0	2.2	▲ 5.0	0.4	0.6
民間住宅	4.3	2.2	2.3	▲ 10.0	▲ 6.7	▲ 6.8
民間企業設備	0.7	0.8	7.5	▲ 4.8	▲ 0.2	1.1
民間在庫品増加(寄与度)	0.3	▲ 0.1	▲ 0.5	1.2	▲ 0.6	▲ 0.4
政府最終消費支出	0.1	0.2	▲ 0.2	0.0	0.3	0.4
公的固定資本形成	5.7	1.7	▲ 2.0	0.3	2.2	2.6
財貨・サービスの輸出	▲ 0.6	0.2	6.4	▲ 0.5	1.3	1.4
財貨・サービスの輸入	1.8	3.7	6.2	▲ 5.4	0.8	0.8
名目GDP	0.4	0.1	1.5	▲ 0.1	▲ 0.8	▲ 0.1
(前期比年率)	1.6	0.5	6.3	▲ 0.4	▲ 3.0	▲ 0.5
GDPデフレーター(前年比)	▲ 0.4	▲ 0.4	▲ 0.1	2.0	2.1	1.8

(出所)内閣府「国民経済計算」

※断りの無い場合、前期比(%)