

2015年1-3月期四半期別GDP速報（1次速報値） 発表日：2015年5月20日（水）
～事前予想を上振れも、内容は良くない～

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

○ 事前予想を上振れも、内容は良くない

本日内閣府から公表された2015年1-3月期の実質GDP成長率（1次速報）は前期比年率+2.4%（前期比+0.6%）と、事前の市場予想（前期比年率+1.5%、筆者予想：+1.6%）を上回った¹。14年10-12月期の同+1.1%に続いて2四半期連続のプラス成長であり、景気の回復基調が続いていることが示されている。公共投資の減少に加え、輸入の増加により外需寄与度がマイナスになった一方で、設備投資がプラス転化、個人消費や住宅投資も増加しており、民間内需の持ち直しが成長率の押し上げに寄与している。事前予想との比較では、個人消費（実績：前期比+0.4%、事前予想：+0.2%）と在庫投資（実績：前期比寄与度+0.5%Pt、事前予想：+0.2%Pt）の上振れが大きい。個人消費の伸びが予想ほど低くなかった点は前向きに受け止められる。

もともと、在庫投資により成長率が嵩上げされている点については素直には喜べない。前期比年率の寄与度は+2.0%Ptにも達しており、在庫の寄与を除けばGDP成長率は僅か+0.4%にとどまる。在庫の積みあがりによる成長率の押し上げは、4-6月期の成長率見通しにとってはマイナス材料になり得る。このように、1-3月期は予想対比高い成長率だったものの、4-6月期の成長率下振れリスクはむしろ高まった。見かけ上の上振れとは裏腹に、内容は良くないと言って良いだろう。

また、1-3月期の成長率が2次速報で下方修正されるリスクがあることにも注意が必要だ。在庫投資の前期比年率の寄与度である+2.0%Ptのうち、仕掛品在庫による押し上げが+1%Pt程度を占めている。仕掛品在庫と原材料在庫については1次速報段階では基礎統計の公表が間に合わないため、内閣府による仮置き値が用いられている。この仮置き値が実態を表しているかどうかは現時点では分からず、2次速報で下方修正される可能性もあるだろう。

全体としてみれば、2四半期連続でプラス成長となり、景気回復の持続が確認できたことは前向きに捉えることができるものの、（在庫による押し上げを除けば）回復力が鈍い印象だ。評価としては、「景気は回復が続いているが、期待されたほどの強さはない」といったところだろうか。原油安効果の顕在化による景気加速シナリオの実現は、今後に持ち越された形である。

○ 名目GDPが大幅増

2015年1-3月期のGDP統計における最大のプラス材料は名目GDPの増加であり、前期比年率+7.7%と非常に高い伸びになっている。原油安の影響により輸入価格が大幅低下、輸入金額を前期比▲6.4%（前期比年率▲23.2%）と急減させたことが背景にある。この輸入金額の減少だけで、1-3月期の名目GDPは前

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、2014年1-3月期が前期比年率+4.9%（改定前+5.1%）、4-6月期が▲6.9%（改定前▲6.4%）、7-9月期が▲2.1%（改定前▲2.6%）、10-12月期が+1.1%（改訂前+1.5%）などとなった。改定幅は比較的小さい。また、「14年1-3月期に駆け込み需要で高成長、4-6月期は反動と増税による負担増で急減、7-9月期にもリバウンドは見られず2四半期連続のマイナス成長、10-12月期にようやく持ち直しが始まった」という構図は不変。景気認識に変更を迫るものではない。

期比年率で+5.3%Pt押し上げられている。

原油安による輸入コストの低下により、企業収益は大きく押し上げられている。また、ガソリン等を中心として物価の押し下げにも繋がっており、家計の実質購買力向上にも一役買っている。1-3月期については、こうした企業・家計の購買力増加が内需の加速には繋がらなかったが、この先ずっと原油安効果が出ないと考えるのは行き過ぎだろう。足元の景気が期待外れとなっていることは確かだが、先行きについて悲観的になる必要もないのではないかと。

○ 2014年度は大幅マイナス成長

2014年度の実質GDP成長率は▲1.0%と大幅マイナス成長となった。マイナス成長は2009年度以来である。特に個人消費が前年比▲3.1%（寄与度▲1.9%Pt）、住宅投資が▲11.6%（寄与度▲0.4%Pt）と落ち込みが著しい。駆け込み需要の反動減に加えて、実質所得減少による下押しが予想以上に尾を引いており、消費税増税の悪影響がいかにかかったかを物語っている。また、設備投資も、企業収益が好調ななかで前年比▲0.5%と低調に推移した。一部で駆け込み需要の反動がみられたことや、増税後の景気不振から企業の様子見姿勢が強まったことが影響しているのだろう。

○ 需要項目別の動向

15年1-3月期の成長率を需要項目別に見てみよう。まず、個人消費は前期比+0.4%と、14年10-12月期（前期比+0.4%）と同じ伸び率となった。緩やかな増加傾向が続いている。名目雇用者報酬が前期比横ばいと伸び悩む一方、原油安による物価の下落で実質雇用者報酬が前期比+0.6%と押し上げられており、その分消費が少し増えた形である。ただ、1-3月期の個人消費の水準をみると、駆け込み需要が本格化する前の13年10-12月期と比較して▲2.1%Ptも低く、増税後の落ち込みからの戻りは弱いものにとどまっている。前期比での消費の伸びも14年7-9月期、10-12月期、15年1-3月期とほぼ変わらず、回復力は鈍い。増税後に強まった消費者の節約志向は依然弱まっていないようだ。

住宅投資は前期比+1.8%と4四半期ぶりに増加に転じた。駆け込み需要の反動から落ち込みが続いていたが、ようやく底を打ったとみられる。先行指標である住宅着工戸数も回復しており、4-6月期以降の住宅投資も、水準は低いものの、緩やかな増加が期待できる。

設備投資は前期比+0.4%と小幅ながら増加した。設備投資は3四半期連続で減少していたが、企業収益の改善等を背景にようやくプラスに転じた。消費税率引き上げ後の景気の先行き不透明感の強まりを受けて企業は投資に対して慎重な姿勢を続けてきたが、設備過剰感の解消や企業収益の増加、景気回復の持続など、外部環境は徐々に改善しつつあり、設備投資も増加基調に復した可能性が高い。先行きも収益改善が予想されることから、企業は今後、先送りしていた投資計画を実行に移し始めると考えられる。4-6月期以降も設備投資の増加が続く可能性が高いだろう。

公共投資は前期比▲1.4%と減少した。14年2月成立の補正予算の効果から、これまで3四半期連続で増加していたが、その効果が剥落したことで減少に転じている。先行指標の動きから見ると、4-6月期も減少が続く可能性が高い。

輸出は前期比+2.4%と3四半期連続で増加した。14年10-12月期の+3.2%からは鈍化したものの、引き続き高い伸びである。輸出相手先では、中国向けが減少したものの、米国向けとASEAN向けが高い伸びになり、牽引した。一方、輸入も前期比+2.9%と高い伸びになった結果、外需寄与度で見れば前期比▲0.2%Pt（前期比年率▲0.7%Pt）と成長率押し下げ要因になっている。

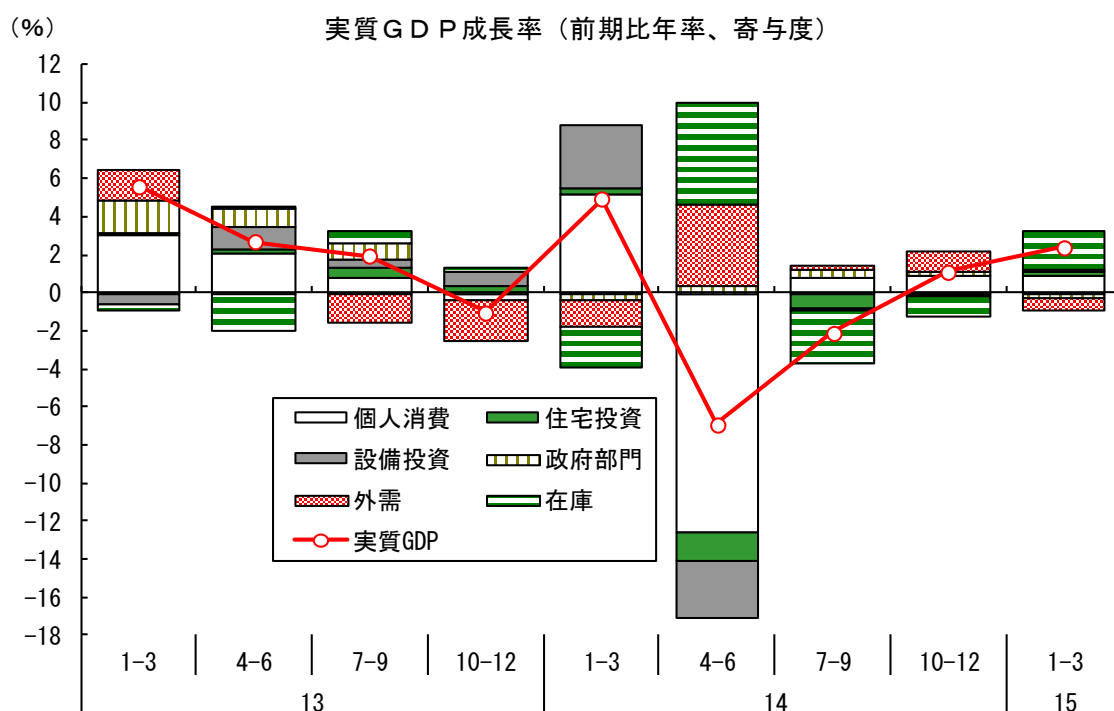
在庫投資は前期比寄与度+0.5%Pt（前期比年率寄与度+2.0%Pt）だった。前期比寄与度の内訳をみると、

製品在庫が▲0.1%Pt、仕掛品在庫が+0.3%Pt、原材料在庫が0.0%Pt、流通在庫が+0.3%Ptである。仕掛品在庫と流通在庫のプラス寄与が大きく、成長率を大幅に押し上げた。ただ前述の通り、在庫による押し上げが大きいことは素直には喜べない。また、1次QE段階で仮置きされている仕掛品在庫については、2次速報で修正される可能性があることに注意が必要である。

○ 4-6月期は鈍化の公算大

4-6月期については緩やかな回復を予想している。設備投資の回復が続くことに加え、雇用・賃金の増加や原油安による実質購買力の増加を背景に個人消費が回復することが押し上げ要因になる見込みだ。一方、懸念されるのが輸出の動向だ。輸出は14年10-12月期、15年1-3月期に高い伸びとなったが、中国経済の減速や米国経済に加速感がみられないことなど、ここにきて海外景気に不安材料が出ていることが気にかかる。4-6月期の輸出に大きな期待はできないだろう。また、前述の通り、在庫抑制の動きが出ることで、在庫投資も成長率押し下げに寄与する可能性があることに注意が必要だ。鉱工業生産指数を見ても、4-6月期は前期比で横ばい圏内の動きにとどまる可能性が高く、景気に加速感が出る展開にはならない見込みだ。4-6月期の実質GDP成長率は1-3月期から鈍化する可能性が高く、引き続き「景気は回復しているが、力強さに欠ける」状況になるのではないかとみている。

資源輸入国である日本にとって原油価格下落による押し上げ効果は非常に大きく、景気の先行きに悲観的になる必要は全くないと思われるが、15年前半については目立って景気が加速するには至らないとみている。成長率が高まる時期は年後半にずれ込むだろう。



(出所)内閣府「国民経済計算」

図表 実質GDPの推移

	14年				15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	▲ 1.8	▲ 0.5	0.3	0.6	0.4
(前期比年率)	4.9	▲ 6.9	▲ 2.1	1.1	2.4	1.6
内需寄与度	1.5	▲ 2.8	▲ 0.6	0.0	0.8	0.5
(うち民需)	1.6	▲ 3.0	▲ 0.7	0.0	0.8	0.6
(うち公需)	▲ 0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	▲ 0.0
外需寄与度	▲ 0.3	1.1	0.1	0.3	▲ 0.2	▲ 0.0
民間最終消費支出	2.1	▲ 5.1	0.3	0.4	0.4	0.2
民間住宅	2.0	▲ 10.8	▲ 6.4	▲ 0.6	1.8	2.3
民間企業設備	5.9	▲ 5.2	▲ 0.1	0.0	0.4	1.0
民間在庫品増加(寄与度)	▲ 0.5	1.3	▲ 0.7	▲ 0.2	0.5	0.2
政府最終消費支出	▲ 0.3	0.4	0.2	0.3	0.1	0.2
公的固定資本形成	▲ 0.9	0.7	1.6	0.1	▲ 1.4	▲ 1.5
財貨・サービスの輸出	6.1	0.0	1.6	3.2	2.4	2.3
財貨・サービスの輸入	6.6	▲ 5.2	1.1	1.4	2.9	2.9
名目GDP	1.5	0.0	▲ 0.6	0.7	1.9	2.0
(前期比年率)	6.1	▲ 0.1	▲ 2.6	2.8	7.7	7.9
GDPデフレーター(前年比)	0.1	2.2	2.1	2.4	3.4	3.6

(出所)内閣府「国民経済計算」
 ※断りの無い場合、前期比(%)