

2015年1-3月期四半期別GDP速報（2次速報値） 発表日：2015年6月8日（月）
～1次速報から大幅上方修正も、4-6月期の下振れリスクは残存～

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

○ 設備投資が大幅上方修正

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（2次速報）は前期比年率+3.9%（前期比+1.0%）と、1次速報の前期比年率+2.4%から大幅に上方修正された。事前の市場予想（前期比年率+2.7%、筆者予想：+3.1%）を大きく上回る結果である。

2次QEにおいて主な改定要因となる設備投資と在庫投資がともに1次速報から上方修正されたことで、大幅上方修正となった。特に設備投資の上方修正幅が大きい（1次速報：前期比+0.4% → 2次速報：+2.7%）。この設備投資の増加については素直にポジティブに評価して良いだろう。これまで出遅れていた設備投資が持ち直し始めたことは、景気の先行きを占う上で大きい。また、1次速報では1-3月期のGDP成長率の前期比年率+2.4%のうち+2.0%Ptが在庫の寄与という、見かけ上の高成長とは裏腹に内容はかなり問題含みという結果だったが、2次速報では在庫の寄与を除いても前期比年率+1.7%とまざまざ。1次速報に比べて、GDPの内容も良化している。

一方、事前予想との乖離の面では、在庫の上振れの要因が大きい。在庫投資は1次速報の前期比寄与度+0.5%Ptから、2次速報では+0.6%Ptへと小幅上方修正されている。事前予想では前期比寄与度+0.3%Ptへの下方修正が予想されていたが、実際には小幅とはいえ上方修正という意外な結果だった。この在庫による成長率の嵩上げについては、1次速報と同様、素直には喜べない。4-6月期の成長率にとってはむしろ押し下げに働く要素であり、この点については割り引いて見た方が良い。

まとめると、「設備投資の大幅上方修正により高成長実現。1次速報対比で成長率、内容とも良化で全体的にポジティブ。ただし、在庫による押し上げ分は割り引く必要があり、4-6月期の成長率下振れリスクは残存」といったところだろう。

○ 需要項目別の動向

設備投資は前期比+2.7%と、1次速報段階の+0.4%から大幅上方修正となった。法人企業統計の結果を反映したことによるものである。設備投資は、2014年1-3月期の前期比+5.1%、4-6月期の▲4.8%の急変動の後、7-9月期が+0.1%、10-12月期が+0.3%と横ばい圏の動きにとどまっていたが、15年1-3月期は明確に改善した。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、企業がこれまで投資を手控えていたが、ようやく前向きになり始めたのかもしれない。15年1-3月期の設備投資については供給側と需要側で乖離が大きく、設備投資の実勢が捉えづらい状況ではあるが、好調な企業収益や設備過剰感の解消など、設備投資を取り巻く環境は良好であり、基本的には設備投資は上向きと考えて良いのではないかと。

在庫投資は前期比寄与度+0.6%Ptと、1次速報の+0.5%Ptから上方修正された。前期比年率の寄与度では+2.0%Pt → +2.2%Ptである。1次速報段階で仮置き値となっている仕掛品在庫と原材料在庫については、法人企業統計の結果を受けて仕掛品在庫が下方修正されたものの、原材料在庫の上方修正が打ち消す形となった。また、流通在庫は商業動態統計の結果を受けて上方修正され、在庫全体では小幅上方修正となっ

ている。ただ、前述の通り、1-3月期の在庫の押し上げ寄与が大きいことは喜べる話ではない。4-6月期は在庫がマイナス寄与となり、成長率押し下げ要因になる可能性が高いだろう。

公共投資は、1次速報段階で未公表だった15年3月分の建設総合統計の結果が反映されたことで、前期比▲1.5%に改定されたが、1次速報の▲1.4%からほとんど変化はなかった。公共投資はこれまで3四半期連続で増加していたが、14年2月成立の補正予算の効果が剥落してきたことで減少に転じている。

○ 4-6月期に下振れリスク

以上の通り、15年1-3月期のGDP 2次速報は前期比年率+3.9%もの高成長となった。在庫による押し上げが大きい点は問題だが、設備投資が大幅上方修正されている点は好材料で、内容も1次速報より良い。景気回復が持続していることが改めて確認される結果だった。

とはいえ、このまますんなり景気加速とはいきそうにない。足元で公表されている4月分の経済指標には弱いものが目立っており、4-6月期の成長率については下振れを見ておく必要がある。

1-3月期に成長率を押し上げた在庫投資については、抑制の動きが強まることで4-6月期にマイナス寄与になる可能性が高い。加えて、改善が期待されていた個人消費が4月に下振れていること、1-3月期に高い伸びとなった輸出が4-6月期は明確に鈍化する可能性が高いことなど、成長のけん引役に欠ける状況だ。また、先日公表された鉱工業生産指数でも、4-6月期が減産になる可能性が示唆されている。このように、需要面からも生産面からも景気に加速感が出る展開にはならないだろう。筆者は5月21日時点で、4-6月期の実質GDP成長率を前期比年率+1.0%とコンセンサス対比で慎重に見ていたが、その後公表された経済指標を踏まえると、さらに下を見ておく必要があると考えている。景気の回復感が強まるのは年後半にずれ込む可能性が高い。

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	1.1	▲ 1.7	▲ 0.5	0.3	1.0	0.8
(前期比年率)	4.4	▲ 6.8	▲ 2.0	1.2	3.9	3.1
内需寄与度	1.4	▲ 2.8	▲ 0.5	0.0	1.1	1.0
(うち民需)	1.5	▲ 2.9	▲ 0.7	0.0	1.2	1.0
(うち公需)	▲ 0.1	0.1	0.1	0.0	▲ 0.1	0.0
外需寄与度	▲ 0.3	1.1	0.1	0.3	▲ 0.2	▲ 0.2
民間最終消費支出	2.1	▲ 5.1	0.4	0.4	0.4	0.4
民間住宅	2.0	▲ 10.8	▲ 6.4	▲ 0.6	1.7	1.8
民間企業設備	5.1	▲ 4.8	0.1	0.3	2.7	2.3
民間在庫品増加(寄与度)	▲ 0.6	1.3	▲ 0.7	▲ 0.2	0.6	0.3
政府最終消費支出	▲ 0.3	0.3	0.2	0.3	0.1	0.1
公的固定資本形成	▲ 0.9	0.7	1.6	0.1	▲ 1.5	▲ 1.3
財貨・サービスの輸出	6.1	0.0	1.6	3.2	2.4	2.4
財貨・サービスの輸入	6.6	▲ 5.2	1.1	1.4	2.9	2.9
名目GDP	1.3	0.1	▲ 0.7	0.8	2.3	2.1
(前期比年率)	5.5	0.2	▲ 2.7	3.1	9.4	8.4
GDPデフレーター(前年比)	0.1	2.2	2.1	2.4	3.4	3.4

(出所)内閣府「国民経済計算」
※断りの無い場合、前期比(%)

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。