

テーマ：4-6月期は大幅マイナス成長に

～前期比年率▲2.5%を予想（暫定）。7-9月期の景気が鍵を握る～

発表日：2015年7月24日（金）

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

## 要旨

- 現在公表されている経済指標を踏まえ、4-6月期の実質GDP成長率を前期比年率▲2.5%と暫定的に予想する。1-3月期は前期比年率+3.9%の高成長だったが、4-6月期は一転して大幅マイナス成長になる可能性が高い。①個人消費の低迷、②輸出の悪化、③在庫投資の押し下げの3つが足を引っ張るだろう。
- 日銀は4-6月期の悪化は一時的との判断を示しており、仮に大幅マイナス成長となっても、すぐにスタンスを変えることはないだろう。だが、仮に7-9月期の景気が思うように回復しなければ、シナリオが根本から変わってくる。7-9月期の動向次第では10月に追加緩和を行う可能性は十分ある。

## ○ 4-6月期は前期比年率▲2.5%と暫定的に予想

4-6月期のGDPマイナス成長の可能性を指摘するエコノミストのコメントが増えてきた。元々4、5月分の経済指標がかなり弱かったところに、昨日公表された冴えない貿易統計がとどめを刺したのだろう。ただ実際のところ、現状は「マイナスの可能性あり」や「マイナスも否定できず」といったレベルではない。マイナス成長はほぼ不可避<sup>1</sup>であり、焦点は既に「マイナス幅がどの程度になるか」に移っている。ちなみに筆者は現時点で前期比年率▲2.5%と暫定的に予想している。マイナス幅はかなり大きくなると思われ、今後公表される6月分の経済指標や在庫の動向次第ではさらなる下振れもあり得る。内訳では、①個人消費の低迷、②輸出の悪化、③在庫投資の押し下げ、の3つが足を引っ張る形になる。特に個人消費と輸出については着実な回復が期待されていただけに、かなりの誤算だった。仮にこうした大幅マイナス成長になってしまえば、「景気は順調に回復」とはさすがに言いにくい。景気は踊り場局面入りしているとの評価が妥当だろう。

## ○ 日銀は織り込み済み

もっとも、日銀が4-6月期の大幅マイナス成長を理由にして緩和に踏み切る可能性は低いと思われる。例えば、7月16日の黒田総裁の記者会見では「4～6月期の成長率は、非常に高い成長率だった1～3月に比べるとかなり低下する可能性があります」との発言があった。市場関係者はこれを成長率の「減速」と受け取ったようだが、それは誤解だ。日銀が足元の指標の弱さを認識していないはずはなく、これは4-6月期の大幅マイナス成長の可能性を示唆した発言と捉えるべきだろう。つまり、日銀もマイナス成長は「織り込み済み」というわけだ。

その上で、4-6月期のマイナス成長はあくまで一時的で、7-9月期以降は再び回復軌道に戻るというシナリオを打ち出すのだろう。振れはあるものの、趨勢としてみれば回復基調が持続しているとの評価だ。あるいはGDPは振れが大きいことを強調し、短観等で見ると企業の景況感はしっかりしていることを全面的に

<sup>1</sup> 6月の家計調査がサンプル要因で爆増したり、流通在庫が急増したりすれば話は別だが・・・。

打ち出すのかもしれない。

また、景気と並んで日銀の注目材料である物価に関しても、ここにきてエネルギーを除くCPIに着目する姿勢を示すなど、エネルギー価格の下落による物価下落は問題ないとのスタンスを取り始めている。4-6月期の成長率にしろ7-9月期の物価にしろ、今後強まるとみられる緩和圧力に対して予めヘッジをかける格好だ。その姿勢の是非はともかく、いずれにしても4-6月期の成長率のみで緩和に踏み切る可能性は低いだろう。

## ○ 7-9月期の景気が鍵を握る

問題なのは7-9月期だ。日銀シナリオは、4-6月期の悪化が一時的であることが大前提になっており、仮に7-9月期の景気も冴えない展開になれば、話は根本から変わってくる。

筆者の現時点でのメインシナリオも、7-9月期の景気は持ち直すというものであり、日銀と見方が大きく異なるわけではない。①米国経済の着実な回復が予想されることや、中国での政策効果の発現が先行き期待されることから、輸出の持ち直しが期待できること、②個人消費についても、今後は所得の増加が明確化してくることを踏まえると、先行きは徐々に持ち直す公算が高いこと、③設備投資の増加が見込まれること、などが理由である。実際、中国における6月分の経済指標が全般的に持ち直しを見せており、7-9月期における政策効果の発現を期待させる結果になったことなど、好材料も出始めている。国内では、6月の天候不順のあと、7月中旬以降は天候が回復し、懸念されていた「冷夏・長雨による消費下押し」の可能性が低下していることも安心材料の一つだ。

ただ、リスクは明らかに下振れだ。メインシナリオ自体は変更していないものの、先行きの不透明感は数ヶ月前と比べてはっきり増大している。まず、輸出については、中国経済の動向が読みにくい。政策効果の発現時期、景気の押し上げ度合い等については不確実性が高く、果たして本当に7-9月期の景気が上向くかどうかは分からない。日本が得意とするIT関連部品でこのところ落ち込みが目立つことも懸念材料だ。

個人消費にも不安は残る。ベースアップ、ボーナス増、雇用増、公的年金支給額増、物価下落、プレミアム商品券支給など、実質購買力の増加に繋がる材料が多くあり、消費も徐々に増えてくると考えるのが自然とは思われる。だが、「所得の増加とともに、個人消費も徐々に回復感を強めていく」。これは、消費増税後1年以上にわたって筆者を含む多くのエコノミストが主張し続け、そして外し続けてきたシナリオでもある。結局のところ、消費増税後に強まった消費者の節約志向がいつ弱まるのかということになるのだが、その時期は未だ不透明だ。また、春以降、生活に密着する食料品価格が大幅に上昇していることが、消費者のマインドを冷やす可能性があることも気にかかる。

設備投資については、計画の強さから考えて、先行きの増加を見込んでおいて問題ない。だが、もし前述のリスクシナリオが実現し、先行きも思うように消費や輸出が伸びてこないとなればどうだろう。需要が弱いなか、設備投資だけが強く増加し続けることは考えにくく、計画が下方修正されていく可能性がある。

## ○ 年内追加緩和の可能性も

仮に7-9月期の景気も冴えないとなれば、4-6月期の落ち込みが一時的とは言えなくなり、景気判断を大きく下方修正せざるを得なくなる。需給ギャップの改善も滞ることになり、日銀が「物価の基調」が揺らいでいるとの判断に傾いてもおかしくない。

さしあたっての注目材料は、7月30日に公表される6月分の鉱工業生産だ。5月に前月比▲2.1%もの落ち込みを見せた後どの程度リバウンドするか。また、同時に公表される7、8月の予測指数で、7-9月期の増産が展望できるような数字が出てくるかどうか注目が集まる。ここが強ければ一安心といったところだが、もし7-9月期の増産すらおぼつかないとなれば、7-9月期の景気に対する不安感が強まるだろう。

7-9月期の経済指標が概ね出揃うのは10月末である。つまり、10月30日の金融政策決定会合・展望レポートの段階では、7-9月期の景気がリバウンドを見せたのかどうかについてはある程度決着がついている

わけだ。

思い起こせば1年前、消費税の駆け込み需要の反動で14年4-6月期の成長率が大幅マイナス成長になった後、7-9月期はリバウンドで高成長になるとの見方が多かった。だが、7-9月期の景気は期待を裏切る冴えない結果（実際には予想外のマイナス成長となった）となり、日銀は10月31日にサプライズ緩和に踏み切った。日銀の強気姿勢を含め、状況が似ているとは言えないだろうか。あくまで7-9月期の景気情勢次第ではあるが、今年も10月に緩和に踏み切る可能性は十分あると思われる。