

2015年4-6月期四半期別GDP速報（1次速報値） 発表日：2015年8月17日（月）
～不透明感が強く、先行きのリスクは下振れ～

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

○ ヘッドラインよりも内容が悪い

本日内閣府から公表された2015年4-6月期の実質GDP成長率（1次速報）は前期比年率▲1.6%（前期比▲0.4%）と3四半期ぶりのマイナスだった¹。概ね事前の市場予想（前期比年率▲1.9%）並みだったが、筆者予想（同▲3.5%）は大きく上回る結果となった。筆者予想との対比では、在庫投資が大きく上振れたこと（実績：前期比寄与度+0.1%Pt、筆者予想▲0.3%Pt、コンセンサス▲0.1%Pt）、輸入が下振れたこと（実績：前期比▲2.6%、筆者予想▲1.3%、コンセンサス▲1.3%）が成長率上振れ要因となった。一方、個人消費は予想を下振れた（実績：前期比▲0.8%、筆者予想▲0.3%、コンセンサス▲0.4%）。在庫と輸入による成長率押し上げは決して喜べる話ではなく、消費の下振れも予想以上に深刻だ。今回のGDPは、ヘッドライン以上に内容が悪い印象である。

4-6月期は、個人消費と輸出が成長率を大きく押し下げた。先行きの景気を占う上では、この二つが持ち直すことができるかどうか鍵を握るだろう。また、設備投資もほぼ横ばいと、押し上げ要因にはなれなかった。公共投資や政府消費といった公的需要の増加や、住宅投資の回復が続いたことはプラスだが、消費と輸出の悪化が大きく、GDP全体では明確なマイナス成長となっている。生産などの動向も踏まえると、景気は足踏み状態にあると判断される。

○ 需要項目別の動向

15年4-6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▲0.8%と4四半期ぶりの減少に転じた。予想以上に落ち込んでおり、駆け込み需要の反動減があった14年4-6月期（前期比▲5.0%）を除けば、震災のあった11年1-3月期（前期比▲1.8%）以来のマイナス幅である。

つい数ヶ月前には、原油安効果や賃金増で個人消費は回復感を強めていくとの見方が多かっただけに、現在の状況は完全に期待外れだ。4-6月期の消費の弱さを家計調査のサンプル要因に求める声もあるが、家計調査だけでなく、販売側から消費を把握することのできる商業動態統計でも実質小売業販売額が減少しているほか、鉱工業指数の消費財出荷も大きく悪化していることを考えると、実態としても消費は低調だったと判断するのが妥当だろう。また、天候要因にしても、天候が崩れた6月より前の4、5月から既に消費は弱く、これで説明するのは無理がある。

なお、4-6月期の個人消費の水準は、消費増税を前にした駆け込み需要が本格化する直前の13年10-12月期と比較して▲2.8%Ptも低いだけでなく、増税直後で水準が極めて低い14年4-6月期と比べても0.2%上回るに過ぎない。所得は徐々に持ち直しているのだが、増税後の消費はほとんど増えておらず、消費の厳

¹ GDP統計では、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毎回改定される。14年1-3月期が前期比年率+4.5%（改定前+4.4%）、4-6月期が▲7.5%（改定前▲6.8%）、7-9月期が▲1.3%（改定前▲2.0%）、10-12月期が+1.4%（改訂前+1.2%）、15年1-3月期が+4.5%（改訂前+3.9%）などとなった。筆者は15年1-3月期の下方修正を見込んでいたため、1-3月期の上方修正はやや意外。ただ、全体として改定幅は比較的小さく、景気認識に変更を迫るものではなかった。

しい状況が浮き彫りとなった。現在もなお、増税後に強まった生活防衛色が和らぐには至っていない。

輸出も前期比▲4.4%と大幅な減少となった。減少は6四半期ぶり。輸出は昨年秋以降改善を続けていたが、足元では1月をピークとして明確に減少している。地域別では米国向けやアジア向けが落ち込んだ。米国向けについては、これまで高い伸びだった反動の面が大きいことに加え、1-3月期の米国での港湾スト等の影響が遅れて出ている可能性もあり特に問題はないとみられるが、深刻なのはアジア向けだ。4-6月期は中国向けのみならず、ASEANやNIEs向けも大きく減少した。中国経済の減速がアジア地域の景気に影を落としていることや、これまで好調だったIT関連需要に一服感が見られていることなどが影響している可能性が高い。

一方、輸入も前期比▲2.6%と、内需の低迷を受けて4四半期ぶりに減少に転じたが、輸出のマイナス幅の方が大きいことから、外需寄与度は前期比年率▲1.1%Ptのマイナスになった。「海外経済の回復と円安効果で輸出は着実に増えていく」という数ヶ月前のコンセンサスとは裏腹に、外需が4-6月期の成長率を押し下げる結果となっている。

期待された設備投資も4-6月期は一服となり、前期比▲0.1%とほぼ横ばいにとどまった。設備投資は1-3月期にかなり高い伸びを示していた分、4-6月期は伸び悩んだ格好だが、均してみれば増加基調と判断される。日銀短観の設備投資計画が好調であることや機械受注の増加傾向など、設備投資の先行指標は全般的に良好であり、企業収益の増加を受けて企業は投資意欲を徐々に強めているようだ。個人消費や輸出に先行き不透明感が漂う中、設備投資は当面の増加がはっきりと期待できる数少ない需要項目である。

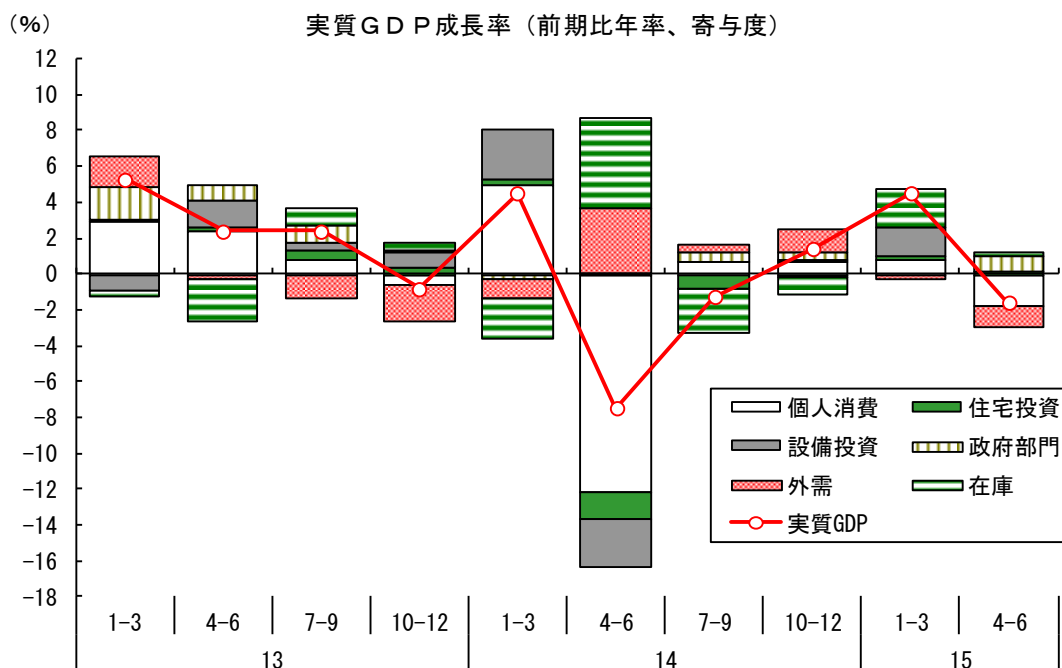
在庫投資は前期比寄与度+0.1%Pt（前期比年率寄与度+0.3%Pt）となった。筆者の見込み違いの最大の要因はこの在庫投資であり（筆者予想：前期比年率寄与度▲1.2%Pt）、意外な結果だ。前期比寄与度の内訳をみると、製品在庫が+0.2%Pt、仕掛品在庫が▲0.1%Pt、原材料在庫が▲0.1%Pt、流通在庫が0.0%Ptである。流通在庫が減らなかったことに加え、需要の低迷を受けて製品在庫が積みあがった格好。

その他、住宅投資は増加傾向が明確化しており、4-6月期は前期比+1.9%と2四半期連続で増加したことに加え、公共投資も前期比+2.6%と高い伸びとなった。ただ、この2つの需要項目はGDPに占めるウェイトが小さく、消費と輸出の悪化分を補うことはできなかった。

○ 不透明感強く、リスクは下振れ

このように、4-6月期はマイナス成長となり、足元の景気が足踏みとなっていることを確認させる内容になった。問題は、この4-6月期の落ち込みが一時的なものにとどまるかどうかだ。今のところ、7-9月期については、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、輸出の持ち直しが見込めること、②個人消費についても、所得の増加を背景に先行きは徐々に持ち直す公算が大きいこと、③設備投資の増加が見込まれること、から持ち直す予想している。もっとも、設備投資はともかく、個人消費と輸出については大きな期待はできず、消費、輸出とも緩やかな回復にとどまるだろう。7-9月期のGDPはプラスに復帰するが、4-6月期に落ち込んだ後には戻りが弱いものにとどまるのではないか。

また、消費、輸出とも下振れリスクは大きく不透明感が非常に強い状況である。家計の節約志向は依然強く、所得が多少持ち直しても消費が上向かないリスクがあるほか、中国経済が持ち直すかどうか不明だ。仮にこうしたリスクが顕在化すれば、7-9月期の景気持ち直しがおぼつかなくなる。この場合、年内（10月）追加緩和観測が一気に強まることになるだろう。



(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
	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	
実質GDP	▲ 1.9	▲ 0.3	0.3	1.1	▲ 0.4	▲ 0.9
(前期比年率)	▲ 7.5	▲ 1.3	1.4	4.5	▲ 1.6	▲ 3.5
内需寄与度	▲ 2.8	▲ 0.4	0.0	1.2	▲ 0.1	▲ 0.3
(うち民需)	▲ 2.8	▲ 0.6	0.0	1.2	▲ 0.3	▲ 0.5
(うち公需)	0.0	0.1	0.1	0.0	0.2	0.2
外需寄与度	0.9	0.1	0.3	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.6
民間最終消費支出	▲ 5.0	0.3	0.3	0.3	▲ 0.8	▲ 0.3
民間住宅	▲ 10.9	▲ 6.3	▲ 0.6	1.7	1.9	1.9
民間企業設備	▲ 4.6	0.0	0.2	2.8	▲ 0.1	▲ 0.5
民間在庫品増加(寄与度)	1.2	▲ 0.6	▲ 0.2	0.5	0.1	▲ 0.3
政府最終消費支出	0.1	0.3	0.3	0.3	0.4	0.3
公的固定資本形成	0.2	1.7	0.3	▲ 1.2	2.6	3.6
財貨・サービスの輸出	0.6	1.8	2.8	1.6	▲ 4.4	▲ 4.7
財貨・サービスの輸入	▲ 3.9	0.9	0.9	1.8	▲ 2.6	▲ 1.3
名目GDP	0.2	▲ 0.7	0.8	2.2	0.0	▲ 0.3
(前期比年率)	0.8	▲ 2.6	3.2	9.0	0.1	▲ 0.8
GDPデフレーター(前年比)	2.2	2.1	2.4	3.5	1.6	2.2

(出所)内閣府「国民経済計算」

※断りの無い場合、前期比(%)