

2015年4-6月期四半期別GDP速報（2次速報値） 発表日：2015年9月8日（火）
～1次速報から小幅上方修正も、内容は悪い～

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

○ 小幅上方修正だが、在庫の上振れによるもので、内容は悪い

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（2次速報）は前期比年率▲1.2%（前期比▲0.3%）と、1次速報の前期比年率▲1.6%から小幅上方修正された。事前の市場予想（前期比年率▲1.6%、筆者予想：▲1.6%）をやや上回る結果である。在庫の上方修正幅が予想よりも大きかったことがコンセンサス上振れの主因だ。その他の需要項目では、設備投資が予想通り下方修正されたほか、個人消費が僅かに上方修正、公共投資が若干下方修正となっている。

ヘッドラインの数字こそ上方修正されてはいるが、「設備投資の下方修正+在庫投資の上方修正」という組み合わせはネガティブで、内容は1次速報からむしろ悪化していることに注意が必要だ。このうち、設備投資については1-3月期の高い伸びの反動の面が大きく問題はないと思われるが、在庫については、需要が落ち込む中での積みあがりであり問題含みだ。在庫要因で4-6月期の成長率こそ押し上げられたものの、7-9月期の成長率押し下げリスクは一段と高まってしまった。後述の通り、在庫以外の主要需要項目も今のところぱっとせず、7-9月期の成長率には下振れリスクが大きいと判断される。

○ 需要項目別の動向

設備投資は前期比▲0.9%と、1次速報段階の▲0.1%から下方修正となった。法人企業統計の結果を反映したことによるものである。ただ、設備投資の減少は1-3月期に前期比+2.6%と高い伸びだった反動の面が大きく、均してみれば増加基調にあると判断される。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だろう。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。

一方、在庫投資は前期比寄与度+0.3%Ptと、1次速報段階の+0.1%Ptから上方修正された。1次速報段階では原材料在庫と仕掛品在庫は仮置き値が用いられていたが、法人企業統計では原材料在庫が仮置き値対比強く、上方修正要因になった。ただ、輸出や個人消費など需要が落ち込む中での在庫投資のプラス寄与は、在庫積みあがりの側面が強いとみられる。先行きの成長率にとっては下押し要因になりうるため、評価としてはネガティブだ。

公共投資は前期比+2.1%と、1次速報の+2.6%から下方修正された。1次速報段階で未公表だった15年6月分の建設総合統計の結果が反映されたことが影響している。

そのほか、個人消費が前期比▲0.7%と、1次速報の▲0.8%から僅かに上方修正された。消費の落ち込みが1次速報対比マイルドだったことはポジティブだが、前期比▲0.7%というマイナス幅はそれでもかなり大きい。個人消費が4-6月期の景気の足を引っ張ったという評価は変わらない。

○ 4-6月期の景気の落ち込みを再確認

以上の通り、15年4-6月期のGDP 2次速報は上方修正されたものの、内容は冴えないものだった。前期比年率の寄与度をみると、在庫投資が1次速報の+0.3%Ptから+1.1%に0.8%Pt上方修正された一方で、

在庫を除いた寄与度は1次速報の▲1.9%Ptから▲2.3%Ptに0.4%Pt下方修正されている。需要が落ち込む中で在庫が増える姿がより鮮明になっており、バランスは一段と悪化してしまった。この点は、7-9月期の成長率にとってマイナス材料だ。

また、4-6月期の成長率を需要項目別に見ると、個人消費、輸出、設備投資といった主要どころがマイナス寄与、プラス寄与になったのは在庫投資と輸入、公的需要、住宅投資である。ヘッドラインの数字以上に内容は悪く、4-6月期の景気状況の厳しさが改めて確認できる結果だった。

○ 7-9月期も冴えない

こうした4-6月期の落ち込みの後、7-9月期の持ち直しが期待されてはいるのだが、今のところ状況は芳しくない。特に、7月の実績や8、9月の予測指数から判断して、鉱工業生産では4-6月期に続いて7-9月期も減産になる可能性が高まりつつあることが気にかかる。前述の通り、在庫削減の動きが強まる可能性があることも成長率押し下げに繋がるかもしれない。

需要面でも懸念はある。4-6月期の景気悪化を主導した輸出と個人消費について、改善の展望が未だ見えてこないことが大きい。7月の実質輸出は前月比プラスにはなったが、4-6月期対比ではマイナスで、戻りは鈍いものにとどまっている。また、天候不順からの回復が期待された個人消費も7月の戻りは限定的で、明確な改善の動きは出ていない。輸出、消費とも先行きは緩やかに持ち直すと予想するのが自然とは思われるが、リスクは下振れだ。特に、中国経済の先行きが怪しくなっているなか、輸出の下振れは要警戒だ。

現時点でのESPフォーキャストによる7-9月期の成長率見通しのコンセンサスは前期比年率+1.67%（調査期間：8/25～9/1）となっているが、これは下振れの可能性が高いと思われる。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鈍いものにとどまるのではないかと。当面、景気回復感が出ない状況が続くとみられ、景況感が回復してくるのは16年以降になることが予想される。

図表 実質GDPの推移

	14年 7-9月期	10-12月期	15年 1-3月期	4-6月期	1次速報実績	当社事前予想
実質GDP	▲ 0.3	0.3	1.1	▲ 0.3	▲ 0.4	▲ 0.4
（前期比年率）	▲ 1.1	1.3	4.5	▲ 1.2	▲ 1.6	▲ 1.6
内需寄与度	▲ 0.4	0.0	1.2	0.0	▲ 0.1	▲ 0.1
（うち民需）	▲ 0.5	▲ 0.1	1.2	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.3
（うち公需）	0.2	0.1	0.0	0.2	0.2	0.2
外需寄与度	0.1	0.3	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.3
民間最終消費支出	0.3	0.3	0.4	▲ 0.7	▲ 0.8	▲ 0.8
民間住宅	▲ 6.3	▲ 0.6	1.7	1.9	1.9	1.9
民間企業設備	▲ 0.2	0.1	2.6	▲ 0.9	▲ 0.1	▲ 0.8
民間在庫品増加（寄与度）	▲ 0.5	▲ 0.2	0.5	0.3	0.1	0.2
政府最終消費支出	0.3	0.3	0.3	0.5	0.4	0.4
公的固定資本形成	1.6	0.2	▲ 1.4	2.1	2.6	2.9
財貨・サービスの輸出	1.8	2.8	1.6	▲ 4.4	▲ 4.4	▲ 4.4
財貨・サービスの輸入	0.9	0.8	1.8	▲ 2.6	▲ 2.6	▲ 2.6
名目GDP	▲ 0.6	0.8	2.1	0.1	0.0	0.0
（前期比年率）	▲ 2.4	3.2	8.9	0.2	0.1	0.1
GDPデフレーター（前年比）	2.1	2.4	3.5	1.5	1.6	1.6

（出所）内閣府「国民経済計算」

※断りの無い場合、前期比（%）