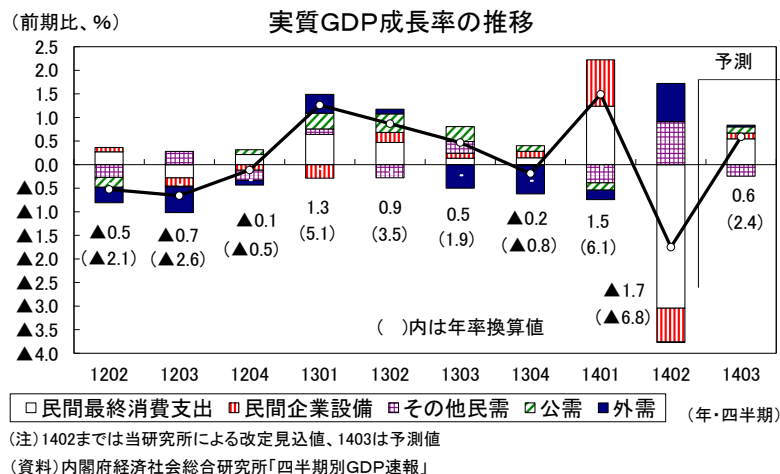


Weekly
エコノミスト・
レター2014年7-9月期の実質GDP
～前期比0.6%(年率2.4%)を予測

経済研究部 経済調査室長 斎藤 太郎
(03)3512-1836 tsaito@nli-research.co.jp

- 11/17に内閣府から公表される2014年7-9月期の実質GDPは、前期比0.6%(前期比年率2.4%)と2四半期ぶりのプラス成長になったと推計される。
- 駆け込み需要の反動が長引いている住宅投資は前期比▲4.7%と4-6月期に続き大きく落ち込んだが、反動減の影響が一巡しつつある民間消費が前期比0.9%、企業収益の改善を背景に設備投資が前期比0.9%といずれも2四半期ぶりの増加となった。
- 名目GDPは前期比0.3%(前期比年率1.2%)と2四半期ぶりのプラスとなるが、実質の伸びは下回ると予測する。GDPデフレーターは前年比1.8%(前期比▲0.3%)となり、4-6月期の前年比2.0%から伸びが若干低下するだろう。
- 7-9月期の実質GDPは0%台半ばとされる潜在成長率を大きく上回る伸びとなったが、4-6月期に集中した反動減の縮小というテクニカルな要因によって前期比ベースの伸びが高めに出やすくなっていることには注意が必要だ。
- 景気の実勢は物価上昇に伴う実質所得低下の影響を主因として消費増税前よりも弱まっている。ただし、駆け込み需要の反動減を主因とした急速な落ち込みからの回復過程にあることが引き続き前期比ベースの成長率を押し上げるため、10-12月期も7-9月期と同様に個人消費、設備投資を中心に明確なプラス成長となる可能性が高い。



●7-9月期は年率2.4%を予測～駆け込み需要の反動一巡が成長率を押し上げ

2014年7-9月期の実質GDPは、前期比0.6%（前期比年率2.4%）と2四半期ぶりのプラス成長になったと推計される。駆け込み需要の反動が長引いている住宅投資は前期比▲4.7%と4-6月期に続き大きく落ち込んだが、反動減の影響が一巡しつつある民間消費が前期比0.9%、企業収益の改善を背景に設備投資が前期比0.9%といずれも2四半期ぶりの増加となった。また、2013年度補正予算の効果などから公的固定資本形成が前期比1.8%と3四半期ぶりの増加となり、公的需要の伸びが3四半期ぶりにプラスとなった。

一方、4-6月期の大幅マイナス成長の中、成長率を大きく押し上げた民間在庫、外需はともに成長率に対してほぼニュートラルとなった（民間在庫・寄与度～4-6月期：前期比1.4%→7-9月期：同▲0.1%、外需寄与度～4-6月期：前期比1.1%→7-9月期：同0.0%）。

実質GDP成長率への寄与度は、国内需要が0.6%（うち民需0.4%、公需0.1%）、外需が0.0%と予測する。

名目GDPは前期比0.3%（前期比年率1.2%）と2四半期ぶりに増加するが、実質の伸びは下回ると予測する。GDPデフレーターは前年比1.8%（前期比▲0.3%）となり、4-6月期の前年比2.0%から伸びが若干低下するだろう。国内需要デフレーターは前年比2.4%と4-6月期と同じ伸びとなったが、輸入デフレーター（前年比3.4%）が輸出デフレーター（前年比1.8%）を上回ったことがGDPデフレーター（前年比2.0%）の押し下げ要因となった。

なお、11/17に内閣府から2014年7-9月期のGDP速報値が発表される際には、基礎統計の改定や季節調整のかけ直しなどから、成長率が過去に遡って改定される。当研究所では、2014年4-6月期の実質GDP成長率は季節調整のかけ直しを主因として前期比年率▲7.1%から同▲6.8%へと若干上方修正されると予測している。

2014年7-9月期の実質GDPは0%台半ばとされる潜在成長率を大きく上回る伸びとなったが、4-6月期に集中した反動減の縮小というテクニカルな要因によって成長率が押し上げられており、前期比ベースの成長率が景気の実力を反映していないことには注意が必要だ。景気の実勢をみるためには7-9月期の実質GDPを駆け込み需要が本格化する前、たとえば、2013年7-9月期、あるいは10-12月期の水準と比較して見るなどの工夫が必要である。

当研究所の予測に基づけば、2014年7-9月期の実質GDPは2013年7-9月期よりも0.2%、10-12月期よりも0.3%高い水準にとどまる。さらにその中身を見ると、実質GDPの伸びのほとんどが民間在庫の積み上がりによるもので、民間消費の水準は当時よりも大きく下がっている。

景気の実勢は反動減の影響を除いても、物価上昇に伴う実質所得低下の影響を主因として消費増税前よりも弱まっていると判断される。ただし、駆け込み需要の反動減を主因とした急速な落ち込みからの回復過程にあることが引き続き前期比ベースの成長率を押し上げるため、10-12月期も7-9月期と同様に個人消費、設備投資を中心に明確なプラス成長となる可能性が高い。

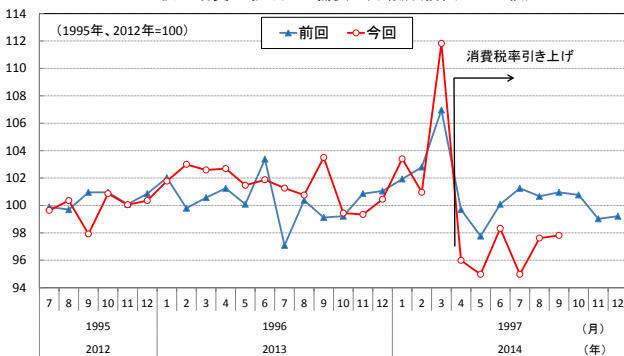
●主な需要項目の動向

・民間消費～実質所得低下の影響で持ち直しのペースは緩やか

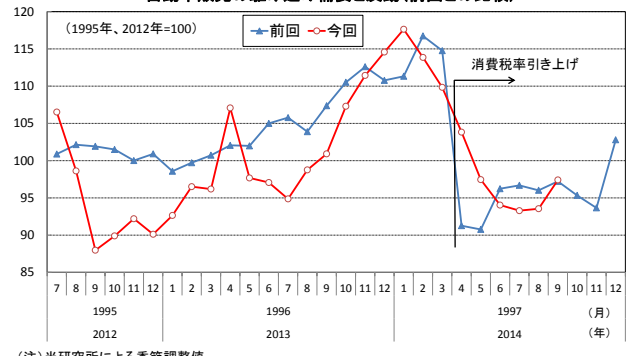
民間消費は前期比 0.9%と 2 四半期ぶりの増加を予測する。通常は前期比で 1%近い伸びであれば好調と考えられるが、駆け込み需要の反動で大きく落ち込んだ 4-6 月期との比較であることを考えれば回復ペースは緩慢にとどまっていると判断される。

大幅な落ち込みが続いていた自動車販売に底打ちの兆しが見られるなど、消費税率引き上げ前の駆け込み需要の反動の影響は和らいでいる。しかし、消費税率引き上げに伴う物価上昇による実質所得の低下が響き、駆け込み需要が小さかった日用品、駆け込み需要がなかった外出などのサービスが冴えない動きとなっている。

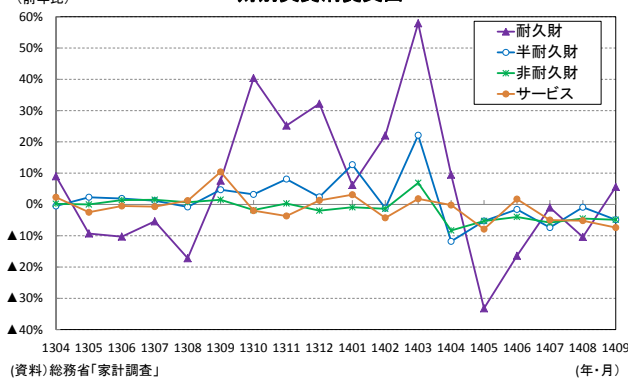
個人消費の駆け込み需要と反動減(前回との比較)



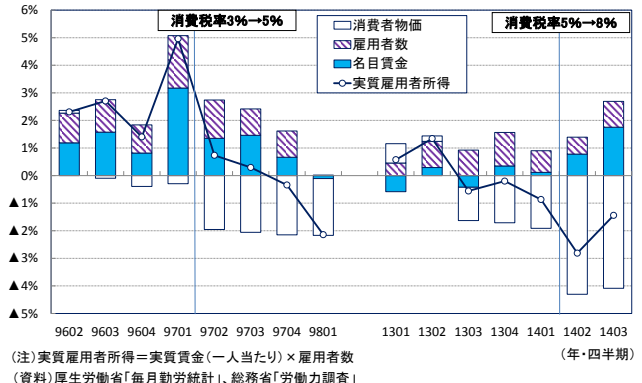
自動車販売の駆け込み需要と反動(前回との比較)



財別実質消費支出



実質雇用者所得の低下幅は前回増税時よりも大きい



毎月勤労統計の名目賃金(一人当たり)は 2014 年 1-3 月期の前年比 0.1%から 4-6 月期が同 0.8%へと伸びを高めた後、夏季賞与の大幅増を主因として 7,8 月の平均は同 1.8%と伸びがさらに加速した。ただし、消費税率引き上げによって物価上昇率が大きく高まったため、実質賃金(一人当たり)は 1-3 月期の前年比▲1.6%から 4-6 月期の同▲3.4%へとマイナス幅が大きく拡大した後、7,8 月の平均も同▲2.3%の減少となった。一人当たり実質賃金に雇用者数の増加分を加えた実質雇用者所得も 1-3 月期の前年比▲0.9%から 4-6 月期に同▲2.8%とマイナス幅が大きく拡大した後、7,8 月の平均は同▲1.4%とマイナス幅が縮小したものの、依然として増税前よりも大きな減少幅となっている。

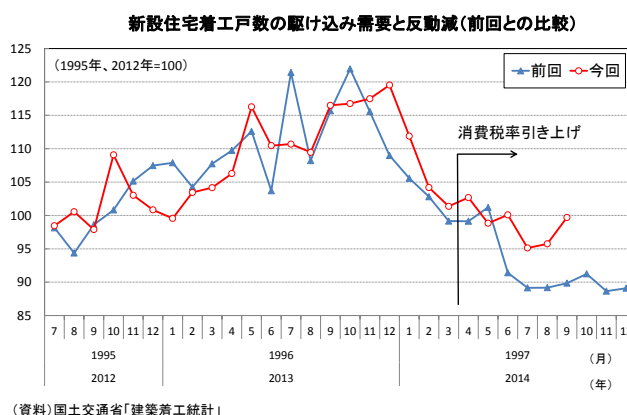
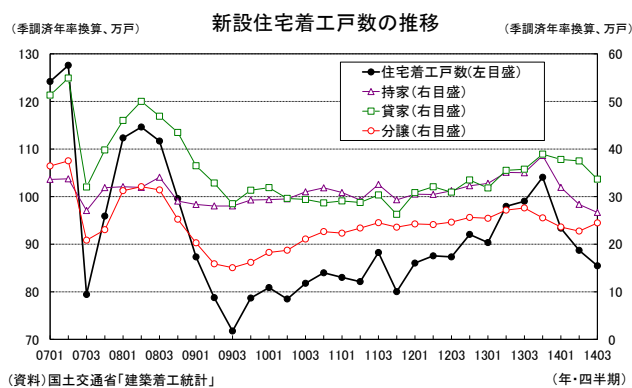
先行きについては、企業業績の改善を背景に冬のボーナスも増加することが見込まれるものの、

所定内給与が前年比 0%台前半の低い伸びにとどまっていること、景気減速に伴い所定外給与の伸びが鈍化傾向にあることから、名目賃金の伸びが加速することは期待できない。一方、原油価格下落に伴う消費者物価上昇率の鈍化が実質所得の押し上げ要因として働くことが見込まれる。このため、個人消費は 10-12 月期以降も前期比でプラスの伸びを続けることが予想されるが、消費税率引き上げによる実質所得低下の影響は残るため、2014 年度中は個人消費が駆け込み需要が本格化する前の 2013 年 10-12 月期の水準まで戻ることはいないだろう。

・住宅投資～駆け込み需要の反動が続く

住宅投資は前期比▲4.7%と 9 四半期ぶりの減少を予測する。住宅は消費税率引き上げ前の駆け込み需要の規模が大きかったため、反動の影響が長引いている。新設住宅着工戸数（季節調整済・年率換算値）は 2013 年 10-12 月の 104.1 万戸から 2014 年 1-3 月期に 93.4 万戸と 1 割程度減少した後、4-6 月期が 88.7 万戸、7-9 月期が 85.5 万戸と水準をさらに切り下げている。

GDP 統計の住宅投資は工事の進捗ペースで計上されるため、着工の動きがやや遅れて反映されることになる。GDP 統計の住宅投資は 10-12 月期も小幅ながら減少することが予想される。

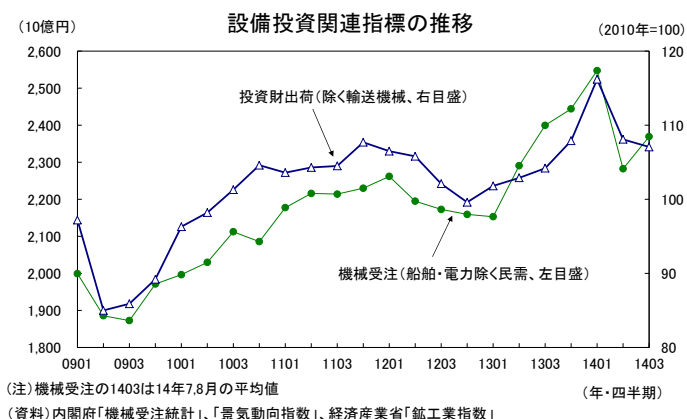


・民間設備投資～企業収益の改善を背景に回復基調を維持

民間設備投資は前期比 0.9%と 2 四半期ぶりの増加を予測する。

設備投資の一致指標である投資財出荷（除く輸送機械）は 14 年 4-6 月期の前期比▲7.0%の後、7-9 月期も▲1.0%と減少が続いた。一方、機械投資の先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）は 4-6 月期に前期比▲10.4%と大きく落ち込んだ後、7、8 月の平均は 4-6 月期を 3.8% 上回っている。

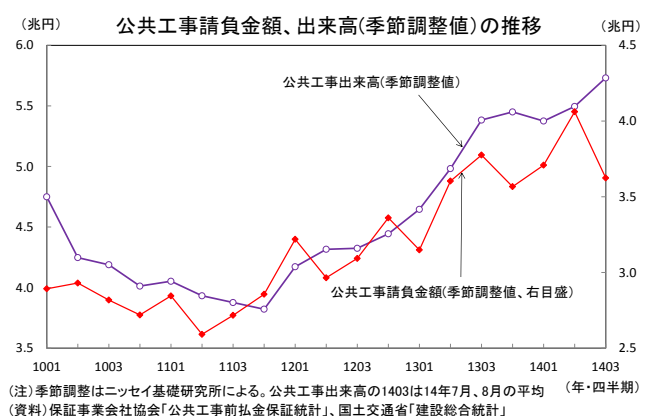
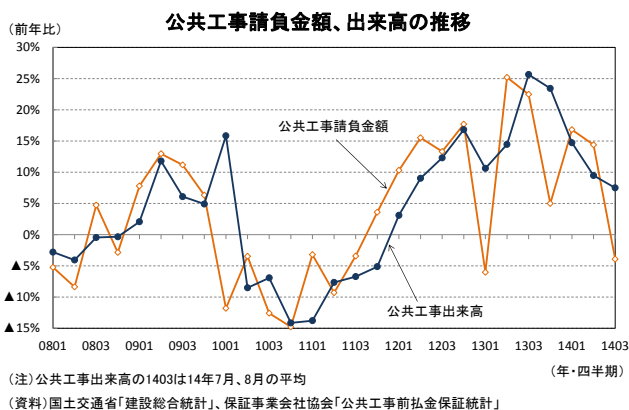
7-9 月期の設備投資の伸びは、4-6 月期の大きな落ち込みを考えれば物足りないが、個人消費とは異なり駆け込み需要が発生する前の 2013 年 10-12 月期の水準を上回っている。企業収益の大幅増加や良好な景況感を背景とした回復基調は維持されていると判断される。



・公的固定資本形成～補正予算の効果から3四半期ぶりの増加

公的固定資本形成は2013年度補正予算の顕在化を主因として、前期比1.8%と3四半期ぶりの増加を予測する。

公共工事の進捗を反映する公共工事出来高は前年比では2013年7-9月の25.7%をピークに鈍化傾向が続いているが、季節調整値では増加基調を維持している。一方、高い伸びを続けてきた公共工事の先行指標である公共工事請負金額は2014年7-9月期に前年比▲3.9%と6四半期ぶりの減少となった。当研究所では2014年度も補正予算が編成されることを想定しているが、予算執行の端境期となる2014年度末にかけてはGDPベースの公的固定資本形成もいったん減少することが予想される。

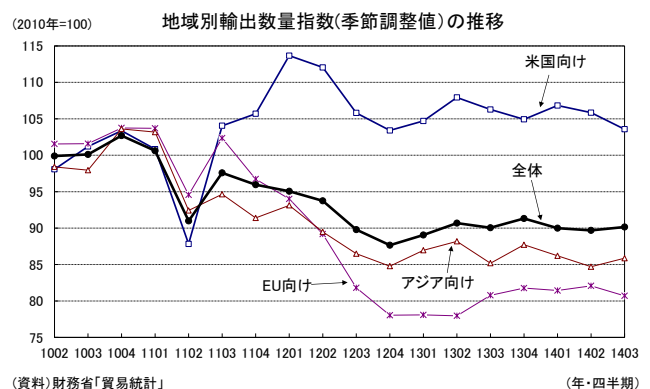


・外需～成長率に対してほぼニュートラルに

外需寄与度は前期比0.0%と成長率に対してほぼニュートラルとなり、4-6月期の同1.1%からプラス幅が大きく縮小したと予測する。財貨・サービスの輸出が前期比0.7%の低い伸びにとどまる一方、4-6月期に前期比▲5.6%と大きく落ち込んだ財貨・サービスの輸入が国内需要の持ち直しに伴い同0.6%と小幅ながら増加したためである。ただし、輸入は4-6月期の落ち込みからすれば低い伸びにとどまっており、駆け込み需要の反動減の影響が和らいでいるにもかかわらず国内需要の回復が遅れていることを示している。

7-9月期の輸出数量指数を季節調整値(当研究所による試算値)で見ると、米国向けが前期比▲2.1%(4-6月期:同▲0.9%)、EU向けが前期比▲1.7%(4-6月期:同0.8%)、アジア向けが前期比1.4%(4-6月期:同▲1.7%)、全体では前期比0.5%(4-6月期:同▲0.3%)であった。

アジア向けは持ち直しの動きが見られるが、米国向け、EU向けが低調で、全体では依然として横這い圏の推移が続いている。米国経済は回復基調が明確となっているが、現地生産拡大の影響から自動車輸出の大幅な落ち込みが続いていることが、米国向け輸出全体を大きく押し下げている。



海外経済の回復力が弱いという循環的な要因に加え、海外生産シフトの進展といった構造的な要因も輸出を抑制している。輸出は円安基調や海外経済の回復を背景に持ち直しの動きが続くことが予想されるが、景気の牽引役となることは当面期待できないだろう。

日本・月次GDP 予測結果

	[月次] →実績値による推計						[四半期] 改定見込← →予測		
	2014/4	2014/5	2014/6	2014/7	2014/8	2014/9	2014/1-3	2014/4-6	2014/7-9
実質GDP	522,688	526,266	527,638	528,934	528,949	528,010	534,878	525,523	528,620
前期比							6.1%	▲6.8%	2.4%
前期比	▲3.4%	0.7%	0.3%	0.2%	0.0%	▲0.2%	1.5%	▲1.7%	0.6%
前年同期比	▲0.5%	0.0%	0.2%	▲0.1%	▲0.3%	0.9%	3.0%	▲0.1%	0.2%
内需（寄与度）	513,069	515,907	519,484	519,503	518,661	519,033	530,699	516,146	519,055
前期比	▲4.7%	0.5%	0.7%	0.0%	▲0.2%	0.1%	1.7%	▲2.9%	0.6%
前年同期比	▲0.6%	▲0.3%	0.8%	▲0.5%	▲0.6%	0.3%	4.1%	▲0.0%	▲0.3%
民需（寄与度）	386,958	390,227	393,585	393,298	391,805	392,298	404,942	390,257	392,467
前期比	▲4.7%	0.6%	0.6%	▲0.1%	▲0.3%	0.1%	1.8%	▲2.9%	0.4%
前年同期比	▲0.9%	▲0.6%	0.8%	▲0.6%	▲0.8%	0.2%	3.3%	▲0.2%	▲0.4%
民間消費	302,837	305,501	307,674	306,961	308,294	309,370	321,619	305,337	308,208
前期比	▲7.9%	0.9%	0.7%	▲0.2%	0.4%	0.3%	2.1%	▲5.1%	0.9%
前年同期比	▲3.8%	▲2.8%	▲1.2%	▲2.5%	▲2.1%	▲1.1%	3.5%	▲2.6%	▲1.9%
民間住宅投資	14,621	13,782	13,528	13,413	13,234	13,324	15,498	13,977	13,324
前期比	▲1.8%	▲5.7%	▲1.8%	▲0.9%	▲1.3%	0.7%	2.7%	▲9.8%	▲4.7%
前年同期比	4.6%	▲3.3%	▲6.8%	▲8.8%	▲10.5%	▲11.3%	12.1%	▲2.0%	▲10.2%
民間設備投資	71,964	70,262	69,604	71,192	70,322	72,233	74,462	70,610	71,249
前期比	▲3.9%	▲2.4%	▲0.9%	2.3%	▲1.2%	2.7%	7.5%	▲5.2%	0.9%
前年同期比	3.0%	2.1%	6.0%	5.1%	1.5%	4.4%	11.6%	3.8%	3.7%
民間在庫（寄与度）	-2,258	887	2,984	1,939	162	-2,423	-5,855	538	-108
前期比	0.6%	0.6%	0.4%	▲0.2%	▲0.3%	▲0.5%	▲0.5%	1.4%	▲0.1%
前年同期比	0.8%	0.8%	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%	▲0.8%	1.0%	0.6%
公需（寄与度）	125,956	125,526	125,745	126,051	126,702	126,581	125,739	125,735	126,433
前期比	0.0%	▲0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	▲0.0%	▲0.2%	▲0.0%	0.1%
前年同期比	0.3%	0.3%	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%	0.8%	0.2%	0.2%
政府消費	102,396	102,387	102,406	102,491	102,737	102,780	102,323	102,397	102,669
前期比	0.4%	▲0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.0%	▲0.2%	0.1%	0.3%
前年同期比	0.7%	0.6%	▲0.7%	0.1%	0.5%	0.4%	0.7%	0.2%	0.3%
公的固定資本形成	23,565	23,143	23,344	23,565	23,970	23,806	23,407	23,351	23,780
前期比	▲0.9%	▲1.8%	0.9%	0.9%	1.7%	▲0.7%	▲2.4%	▲0.2%	1.8%
前年同期比	5.4%	5.1%	5.2%	1.1%	3.4%	1.7%	11.6%	5.2%	2.1%
外需（寄与度）	10,321	11,061	8,856	10,133	10,990	9,679	5,752	10,079	10,267
前期比	1.1%	0.1%	▲0.4%	0.2%	0.2%	▲0.2%	▲0.2%	1.1%	0.0%
前年同期比	0.3%	0.5%	▲0.5%	0.4%	0.2%	0.6%	▲1.3%	▲0.2%	0.4%
財貨・サービスの輸出	88,784	88,348	89,438	89,840	89,025	89,609	89,172	88,857	89,491
前期比	1.0%	▲0.5%	1.2%	0.4%	▲0.9%	0.7%	6.4%	▲0.4%	0.7%
前年同期比	8.1%	2.2%	6.6%	7.7%	2.1%	10.5%	9.4%	5.6%	6.8%
財貨・サービスの輸入	78,463	77,287	80,582	79,706	78,035	79,930	83,420	78,778	79,224
前期比	▲6.0%	▲1.5%	4.3%	▲1.1%	▲2.1%	2.4%	6.2%	▲5.6%	0.6%
前年同期比	6.9%	▲0.8%	12.0%	5.5%	0.5%	7.8%	15.0%	5.9%	4.6%

＜民間消費の内訳＞

	243,210	246,078	248,469	247,414	248,689	250,212	262,568	245,919	248,772
家計消費（除く帰属家賃）									
前期比	▲9.9%	1.2%	1.0%	▲0.4%	0.5%	0.6%	2.4%	▲6.3%	1.2%
前年同期比	▲4.8%	▲3.7%	▲2.1%	▲3.3%	▲2.8%	▲1.9%	4.0%	▲3.5%	▲2.7%
需要側推計									
前期比	▲13.7%	2.0%	1.5%	▲1.6%	0.8%	0.2%	4.1%	▲7.4%	0.7%
前年同期比	▲8.0%	▲4.1%	▲2.9%	▲5.1%	▲2.6%	▲2.6%	4.4%	▲5.0%	▲3.1%
供給側推計									
前期比	▲6.5%	▲1.9%	▲1.5%	0.1%	0.2%	3.8%	2.0%	▲5.8%	▲0.1%
前年同期比	▲1.1%	▲1.3%	▲0.7%	▲1.5%	▲3.1%	▲0.8%	5.4%	▲1.0%	▲1.4%
帰属家賃									
前期比	▲0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.3%	0.2%	0.3%
前年同期比	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.4%	1.2%	1.2%

(注) 家計消費（除く帰属家賃）には「需要側推計」、「供給側推計」以外に「共通推計」部分が含まれる

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。