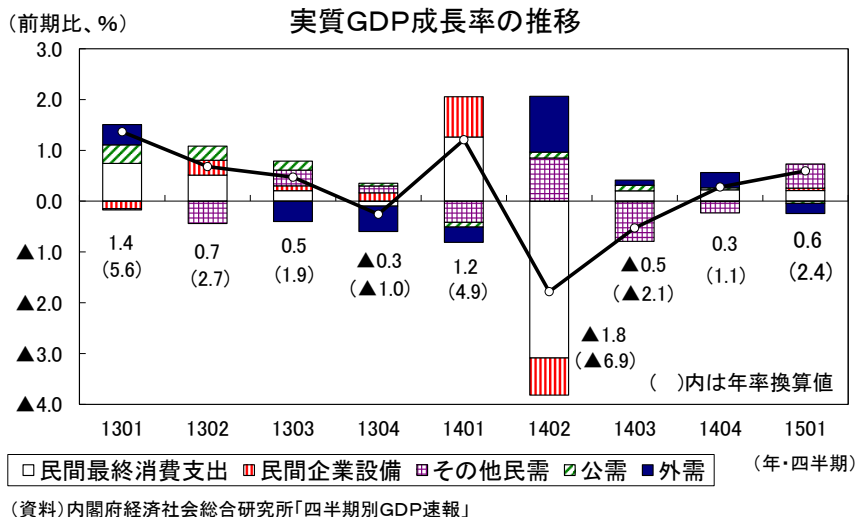


Weekly エコノミスト・ レター

QE 速報:1-3 月期の実質GDPは前期比 0.6% (年率 2.4%)~民需中心で2 四半期連続のプラス成長も、持ち直しのペースは緩慢

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

1. 2015 年 1-3 月期の実質 GDP は、前期比 0.6% (年率 2.4%) と 2 四半期連続のプラス成長となった (当研究所予測 5 月 1 日: 前期比 0.5%、年率 2.1%)。
2. 民間消費 (前期比 0.4%) が 3 四半期連続で増加し、消費増税後減少が続いていた住宅投資 (前期比 1.8%)、設備投資 (前期比 0.4%) が増加に転じるなど、国内民間需要中心の成長となった。
3. 実質 GDP は前期に続き潜在成長率を上回る伸びとなったが、2014 年度前半の大幅マイナス成長の後であることを考えれば、持ち直しのペースは依然として緩慢である。2015 年 1-3 月期の実質 GDP の水準は駆け込み需要が本格化する前 (2013 年 10-12 月期) よりも▲0.3%も低い。特に、消費税率引き上げの影響が大きかった民間消費の直近の水準は 2013 年 10-12 月期を▲2.1%も下回り、回復の遅れが目立っている。
4. 2014 年度の実質 GDP 成長率は民間消費の大幅減少 (前年比▲3.1%) を主因として▲1.0%となり、前回消費税率引き上げ時の 1997 年度の+0.1%を大きく下回った。
5. 原油安の恩恵を受けた国内景気の回復基調は 2015 年度入り後も継続することが見込まれる。海外経済減速による輸出の下振れリスクはあるものの、現時点では個人消費、設備投資を中心に 2015 年度中は前期比年率 2%前後の成長が続くと予想している。



●1-3 月期は前期比年率 2.4%と 2 四半期連続のプラス成長

本日（5/20）発表された 2015 年 1-3 月期の実質 GDP（1 次速報値）は、前期比 0.6%（前期比年率 2.4%）と 2 四半期連続のプラス成長となった（当研究所予測 5 月 1 日：前期比 0.5%、年率 2.1%）。

民間消費が前期比 0.4%と 3 四半期連続で増加したことに加え、消費税率引き上げ後減少が続いていた住宅投資（前期比 1.8%）、設備投資（前期比 0.4%）が増加に転じた。また、消費増税後の在庫調整を反映し 2014 年 7-9 月期、10-12 月期とマイナス寄与となった民間在庫も前期比・寄与度 0.5%と成長率を押し上げる方向に働いたため、国内民間需要中心の経済成長となった。

なお、民間在庫のプラス寄与は在庫投資（フロー）の減少ペースが緩やかになった（10-12 月期：▲3,229 億円→1-3 月期：▲970 億円）ことによるもので、在庫（ストック）の積み上がりを意味しない。それほど悲観的に見る必要はないだろう。

一方、2014 年度入り後の景気を下支えしてきた公的固定資本形成は 2013 年度補正予算の効果が剥落したことなどから前期比▲1.4%と 4 四半期ぶりに減少し、国内需要の持ち直しに伴う輸入の伸びが高まったことから外需寄与度も 4 四半期ぶりのマイナスとなった。

実質 GDP 成長率への寄与度（前期比）は、国内需要が 0.8%（うち民需 0.8%、公需▲0.0%）、外需が▲0.2%であった。

実質 GDP は 2014 年 10-12 月期（年率 1.1%）に続き 0%台半ばとされる潜在成長率を上回る伸びとなったが、2014 年度前半の大幅マイナス成長の後であることを考えれば、持ち直しのペースは依然として緩やかなものにとどまっている。2015 年 1-3 月期の実質 GDP の水準は駆け込み需要が本格化する前（2013 年 10-12 月期）よりも▲0.3%も低い。特に、消費税率引き上げの影響が大きかった民間消費の直近の水準は 2013 年 10-12 月期を▲2.1%も下回り、回復の遅れが目立っている。

<需要項目別結果>

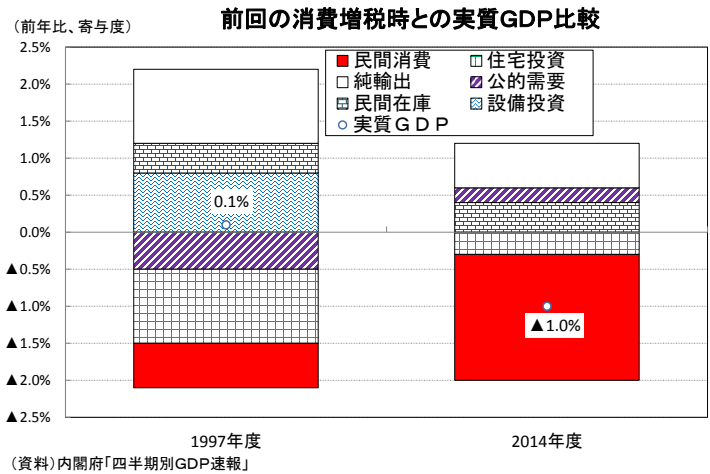
	2014年10-12月期			2015年1-3月期			(前期比、%)
	改定値 (5/20)	2次速報値 (3/9)	差	1次速報値 (5/20)	当社予測 (5/1)	差	速報値 (5/20)
実質 GDP (前期比年率)	0.3 (1.1)	0.4 (1.5)	▲0.1 (▲0.4)	0.6 (2.4)	0.5 (2.1)	0.1 (0.3)	▲1.0
内 需 (寄与度)	0.0 (0.0)	0.2 (0.2)	▲0.1 (▲0.2)	0.7 (0.8)	0.7 (0.6)	0.0 (0.2)	▲1.6 (▲1.6)
民 需 (寄与度)	▲0.0 (▲0.0)	0.1 (0.1)	▲0.1 (▲0.1)	1.1 (0.8)	1.0 (0.7)	0.1 (0.1)	▲2.4 (▲1.8)
民間消費	0.4	0.5	▲0.1	0.4	0.4	0.0	▲3.1
民間住宅	▲0.6	▲1.2	0.6	1.8	2.4	▲0.6	▲11.6
民間設備	▲0.0	▲0.1	0.0	0.4	1.5	▲1.1	▲0.5
民間在庫 (寄与度)	(▲0.2)	(▲0.1)	(▲0.1)	(0.5)	(0.2)	(0.3)	(0.5)
公 需 (寄与度)	0.2 (0.0)	0.3 (0.1)	▲0.2 (▲0.0)	▲0.2 (▲0.0)	▲0.3 (▲0.1)	0.1 (0.0)	0.8 (0.2)
政府消費	0.3	0.3	▲0.0	0.1	0.2	▲0.1	0.5
公共投資	0.1	0.8	▲0.7	▲1.4	▲2.6	1.1	2.0
財貨・サービスの純輸出 (寄与度)	(0.3)	(0.2)	(0.1)	(▲0.2)	(▲0.1)	(▲0.1)	(0.6)
財貨・サービスの輸出	3.2	2.8	0.4	2.4	1.2	1.1	8.0
財貨・サービスの輸入	1.4	1.3	0.1	2.9	2.3	0.6	3.7
名目 GDP	0.7	1.0	▲0.3	1.9	1.9	0.0	1.4

(資料) 内閣府 経済社会総合研究所「四半期別 GDP 速報」

名目 GDP は前期比 1.9%（前期比年率 7.7%）と 2 四半期連続の増加となり実質の伸びを大きく上回った。GDP デフレーターは前年比 3.4%（10-12 月期：同 2.4%）、前期比 1.3%（10-12 月期：同 0.4%）となった。国内需要デフレーターは消費者物価、国内企業物価の上昇率低下を反映し、

10-12月期の前年比2.1%から同1.4%へと低下したが、原油価格の急落を反映し輸入デフレーターが前年比▲6.8%（10-12月期：同3.0%）と大きく低下したことがGDPデフレーターの上押し要因となった。

この結果、2014年度の実質GDP成長率は▲1.0%、名目成長率は1.4%となった。実質GDP成長率は前回の消費税率引き上げ時の1997年度の0.1%を大きく下回った。経済対策の効果から公的需要の増加が下支えしたものの、民間消費が前年比▲3.1%と大きく落ち込んだことが響いた。民間消費だけで2014年度の実質GDP成長率は▲1.9ポイントも押し下げられた。

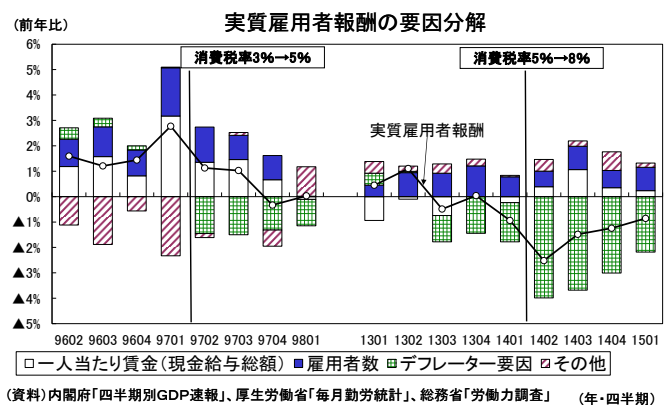


<需要項目別の動き>

民間消費は前期比0.4%と3四半期連続の増加となり、10-12月期と同じ伸びとなった。ただし、2014年4-6月期に前期比▲5.1%と大幅に落ち込んだ後、7-9月期からの3四半期で1%程度しか戻っていない。反動減の影響は一巡しつつあり、原油価格急落によって物価上昇に伴う実質所得低下の影響も和らぎつつあるが、家計の節約志向が残っていることに加え、名目賃金が伸び悩んでいることが消費の回復ペースを緩やかなものにとどめている。

家計消費の内訳を形態別に見ると、耐久財、半耐久財、非耐久財、サービスのいずれも増加したが、駆け込み需要の反動減が一巡したことを反映し、10-12月期に続き耐久財の伸びが最も高くなった（10-12月期：前期比2.5%→1-3月期：同1.1%）。

名目雇用者報酬は10-12月期の前年比1.8%から同1.3%へと伸び率が鈍化した。所定内給与は小幅ながら増加に転じたが、残業時間が減少したことから所定外給与の増加が止まったことに加え、1-3月期はボーナスを支給する企業が少なく、7-9月期、10-12月期と違って特別給与による押し上げが小さかったため、一人当たり現金給与の伸びが10-12月期の前年比0.4%から同0.2%へと低下した。一方、実質所得を大きく押し下げていた家計消費デフレーターの伸びが低下したため、実質雇用者報酬は10-12月期の前年比▲0.9%から同▲0.6%と減少幅が若干縮小した。物価上昇による実質所得の低下圧力は徐々に和らいでいる。



住宅投資は前期比1.8%と4四半期ぶりに増加した。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たが、ここに来て下げ止まりから持ち直しに向かいつつある。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102.3万戸か

ら2014年7-9月期には86.1万戸まで落ち込んだが、2015年1-3月期には89.6万戸まで持ち直した。GDP統計の住宅投資は工事の進捗ペースで計上され着工の動きがやや遅れて反映されるため、2015年4-6月期も増加する可能性が高い。

設備投資は前期比0.4%と3四半期ぶりの増加となった。好調な企業収益に比べると回復のペースは極めて鈍く、企業の国内投資に対する慎重な姿勢は依然根強いことを窺わせる。先行きについては潤沢なキャッシュフローや良好な景況感を背景に徐々に回復基調を強めることが予想される。

公的需要は前期比▲0.2%と4四半期ぶりの減少となった。政府消費は前期比0.1%と増加を続けたが、2013年度補正予算の効果一巡や2014年度当初予算の早期執行の反動から、公的固定資本形成は前期比▲1.4%と4四半期ぶりの減少となった。公共工事の進捗を反映する公共工事出来高は2013年後半には前年比で20%台の高い伸びが続いていたが、その後は伸び率の低下傾向が続き、2015年1-3月には前年比1.5%となった。また、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後、10-12月期が同▲6.0%、2015年1-3月期が同▲9.3%と減少幅がさらに拡大した。「地方への好循環拡大に向けた緊急経済対策」の裏づけとなる2014年度補正予算は歳出規模が3.1兆円と2013年度補正予算の5.5兆円よりも小さく、2015年度当初予算の公共事業関係費が前年比ほぼ横這いとなっている。公的固定資本形成は当面減少基調が続く可能性が高い。

外需寄与度は前期比▲0.2%と3四半期ぶりのマイナスとなった。財貨・サービスの輸出は前期比2.4%と3四半期連続で増加したが、10-12月期の同3.2%から伸びが鈍化した。訪日外国人旅行者の大幅増加を反映しサービス輸出は前期比5.3%（10-12月期：同5.2%）と高い伸びを続けたが、米国、中国経済減速の影響などから財の輸出が前期比1.9%（10-12月期：同2.9%）と伸びが鈍化した。一方、財貨・サービスの輸入は前期比2.9%となり輸出の伸びを上回った。輸入は駆け込み需要の反動一巡に伴う国内需要の持ち直しを反映し、徐々に伸びを高めている。

（2015年度は民需中心の成長へ）

原油安の恩恵を受けた国内景気の回復基調は2015年度入り後も継続することが見込まれる。個人消費は前年度を上回るベースアップを反映した賃金上昇率の高まりに物価上昇率低下による実質所得の押し上げ効果が加わることにより、回復基調が徐々に明確となるだろう。また、横這い圏の動きが続いている設備投資も原油安を受けた企業収益のさらなる改善を背景に徐々に伸びを高めることが予想される。

中国、新興国経済の減速を受けて輸出の伸びはやや鈍化し、消費増税後の景気の落ち込みを緩和する役割を果たしてきた公的固定資本形成は当面減少が続くことが見込まれるものの、国内民間需要を中心とした景気の回復基調は維持される公算が大きい。現時点では2015年度中は前期比年率2%台前後の成長が続くと予想している。

（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。