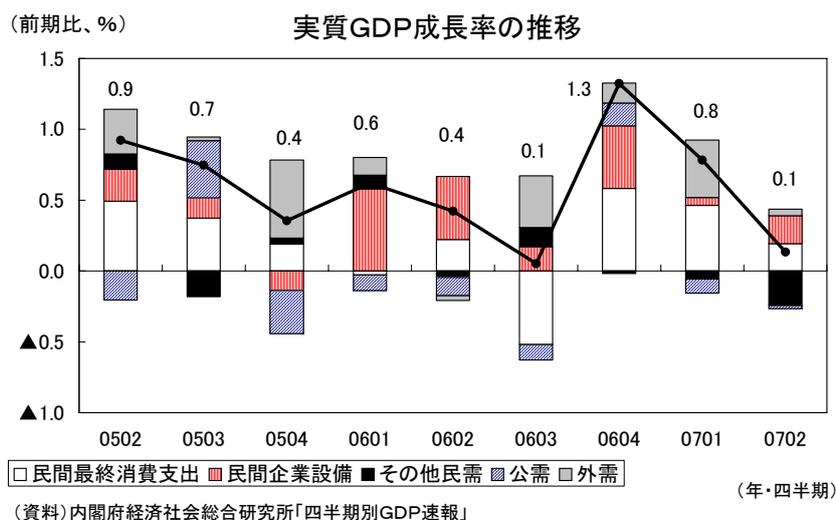


Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

QE速報：4-6 月期実質 0.1%（年率 0.5%）成長～内外需ともほぼ横ばい

1. 2007 年 4-6 月期の実質 GDP 成長率は、前期比 0.1%（年率換算 0.5%）と 10 四半期連続のプラス成長となった（当研究所事前予測 7 月 31 日：前期比 0.4%、年率 1.5%）が、1-3 月期の前期比 0.8%（年率 3.2%）から大きく減速した。
2. 1-3 月期に成長率を大きく押し上げた外需（寄与度：前期比 0.4%）が、前期比 0.0%へと急減速したことに加え、民間消費の伸びが半減し（1-3 月期：前期比 0.8%→4-6 月期：同 0.4%）、住宅投資が前期比▲3.5%の大幅減少となったこと等から、民間需要の伸びが 1-3 月期の前期比 0.6%から 0.2%へと大きく低下した。
3. 4-6 月期の低成長はある程度想定されていたものだが、サブプライムローン問題に端を発して金融市場の不透明感は高まっている。各国中央銀行が流動性の大量供給に動く中、日銀が逆に流動性を吸収する利上げを行うことは難しいため、次回（8/22,23）の金融政策決定会合では、追加利上げは見送られる可能性が高くなってきた。
4. 個人消費は比較的堅調に推移してきたが、所得が低迷する中、住民税増税に伴う負担増や消費者マインドの悪化から、夏場の消費は低迷する可能性が高い。7-9 月期の成長率は個人消費の停滞を主因として 4-6 月期に続き低い伸びにとどまる公算が大きい。



シニアエコノミスト 斎藤 太郎 (さいとう たろう) (03)3512-1836 tsaito@nli-research.co.jp

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

〒102-0073 東京都千代田区九段北 4-1-7 TEL: (03)3512-1884 <http://www.nli-research.co.jp/>

4-6 月期 GDP は前期比 0.1% 成長

● 成長率は大幅低下～内外需ともほぼ横ばい

本日（8/13）発表された 2007 年 4-6 月期の実質 GDP（1 次速報値）は、前期比 0.1%（年率換算 0.5%）と 10 四半期連続のプラス成長となったが、1-3 月期の前期比 0.8%（年率 3.2%）から大きく減速した。

1-3 月期に成長率を大きく押し上げた外需（寄与度：前期比 0.4%）が、前期比 0.0%へと急減速したことに加え、民間消費の伸びが半減し（1-3 月期：前期比 0.8%→4-6 月期：同 0.4%）、住宅投資が前期比▲3.5%の大幅減少となったこと等から、民間需要の伸びが 1-3 月期の前期比 0.6%から 0.2%へと大きく低下した。

民間消費は、前期比 0.4%と 1-3 月期の同 0.8%に比べれば伸びは鈍化したが、雇用者報酬の低迷（1-3 月期：前年比 0.3%→4-6 月期：同 0.2%）が続く中では底堅さを維持した。

設備投資は、企業収益の好調を背景として前期比 1.2%と 1-3 月期の 0.3%から伸びが加速した。ただし、減価償却制度の変更に伴い、設備投資計画の実施時期が 2006 年度末からずれ込んだ影響も含まれていると考えられるため、4-6 月期の伸びはそれほど高いとは言えないだろう。

民間在庫は、流通在庫の増加を原材料在庫及び仕掛品在庫の減少が上回ったことから、前期比▲0.1%（寄与度）と成長率を押し下げる方向に働いた。

公的需要は、政府消費は前期比 0.3%と 2 四半期ぶりに増加したが、公的固定資本形成が前期比▲2.1%の減少となったため、全体では、前期比▲0.1%と小幅減少となった。

輸出は欧州向け、アジア向けは好調だったが、米国向けが大きく落ち込んだことから、前期比 0.9%と 1-3 月期の 3.4%から伸びが大きく低下し、外需寄与度は前期比 0.0%とほぼ横ばいにとどまった。

4-6 月期の実質成長率に対する寄与度は、国内需要が 0.1%（うち民需 0.1%、公需▲0.0%）、外需が 0.0%であった。

名目 GDP は前期比 0.3%（年率換算 1.1%）と 3 四半期連続の増加となり、実質の伸びを上回った。GDP デフレーターは前年比▲0.3%と 1-3 月期と同じマイナス幅となった。民間消費デフレーターが 1-3 月期の前年比▲0.7%から▲0.5%へとマイナス幅が縮小したことなどから、国内需要デフレーターは前年比 0.2%（1-3 月期は▲0.1%）とプラスに転じたが、原油価格上昇に伴い輸入デフレーターの上昇幅が拡大（1-3 月期：前年比 5.6%→4-6 月期：同 9.1%）したことが、GDP デフレーターを押し下げた。

＜需要項目別結果＞

(前期比、%)

| | 2007年1-3月期 | | | 2007年4-6月期 | | |
|------------------|---------------|-----------------|--------|-----------------|----------------|--------|
| | 改定値 (8/13) | 2次速報値 (6/11) | 乖離幅 | 1次速報値 (8/13) | 当社予測 (7/31) | 差 |
| 実質GDP | 0.8 | 0.8 | 0.0 | 0.1 | 0.4 | ▲0.2 |
| (前期比年率) | (3.2) | (3.3) | (▲0.1) | (0.5) | (1.5) | (▲1.0) |
| 内 需 | 0.4 | 0.3 | +0.0 | 0.1 | 0.5 | ▲0.4 |
| (寄与度) | (0.4) | (0.3) | (+0.0) | (0.1) | (0.5) | (▲0.4) |
| 民 需 | 0.6 | 0.6 | +0.1 | 0.2 | 0.6 | ▲0.4 |
| (寄与度) | (0.5) | (0.4) | (+0.0) | (0.1) | (0.4) | (▲0.3) |
| 民間消費 | 0.8 | 0.8 | 0.0 | 0.4 | 0.5 | ▲0.2 |
| 民間住宅 | ▲0.8 | ▲0.5 | ▲0.3 | ▲3.5 | ▲3.0 | ▲0.5 |
| 民間設備 | 0.3 | 0.3 | +0.1 | 1.2 | 1.7 | ▲0.5 |
| 民間在庫 | (▲0.0) | (▲0.0) | (▲0.0) | (▲0.1) | (▲0.0) | (▲0.1) |
| 公 需 | ▲0.5 | ▲0.4 | ▲0.1 | ▲0.1 | 0.1 | ▲0.3 |
| (寄与度) | (▲0.1) | (▲0.1) | (▲0.0) | (▲0.0) | (0.0) | (▲0.1) |
| 政府消費 | ▲0.2 | ▲0.1 | ▲0.1 | 0.3 | 0.3 | 0.0 |
| 公的固定資本形成 | ▲1.3 | ▲1.2 | ▲0.1 | ▲2.1 | ▲0.7 | ▲1.4 |
| 財貨・サービスの純輸出(寄与度) | (0.4) | (0.5) | (▲0.1) | (0.0) | (▲0.1) | (+0.1) |
| 財貨・サービスの輸出 | 3.4 | 3.3 | +0.1 | 0.9 | 1.0 | ▲0.1 |
| 財貨・サービスの輸入 | 0.9 | 0.4 | +0.5 | 0.8 | 2.2 | ▲1.5 |
| 名目GDP | 0.4 | 0.5 | ▲0.1 | 0.3 | 0.2 | +0.0 |

(資料) 内閣府 経済社会総合研究所「四半期別GDP速報」

本日の4-6月期GDP速報の発表により、8/22,23の金融政策決定会合までに公表される主要経済指標はほぼ出揃ったことになる。実質GDPは潜在成長率を下回ったが、1-3月期と均してみれば潜在成長率並みの伸びを維持しており、1-3月期に前期比▲1.3%と落ち込んだ鉱工業生産指数は、4-6月期には同0.2%と小幅ながら上昇に転じた。

このような状況を受けて、日銀は「生産、所得、支出の好循環のメカニズムが維持されており、先行きも息の長い成長を続けていく」というこれまでの見方を維持するだろう。

しかし、8/9にフランスの大手銀行BNPパリバが、傘下のファンドの解約凍結を発表し、欧州中央銀行(ECB)が大量の資金供給を実施して以降、世界の金融市場には動揺が広がっており、各国の株価指数は大幅に下落した。各国中央銀行が信用不安の広がりを防ぐために、流動性の供給を行う中、日銀が逆に流動性を吸収する利上げに踏み切ることは極めて困難であろう。次回の決定会合では、追加利上げは見送られる公算が大きい。

(負担増、消費者マインドの悪化から夏場の消費は停滞の可能性)

民間消費支出は、2006年10-12月期の前期比1.1%、2007年1-3月期の同0.8%から、4-6月期には同0.4%へと伸びが鈍化したものの、所得が低迷を続ける中では、比較的堅調な動きが続いていると判断される。

この背景には、国から地方への税源移譲により、一時的に家計の税負担が軽減されていた影響が考えられる。所得税(国)の減税額と住民税(地方)の増税額は等しいが、所得税の減税は2007年1月から、住民税の増税は6月からと開始時期が異なるため、2007年1月～5月は一時的に家計の税負担が軽減される形になっていた。

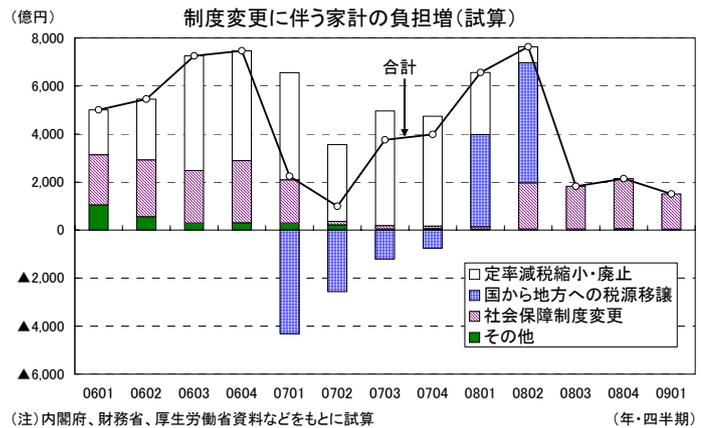
これとは別に、定率減税が2006年1月に縮小、2007年1月に廃止されているため、制度変更

によって家計の負担が減ったわけではないが、それまで続いてきた税、社会保障制度変更に伴う負担増が一時的に緩和されていたことが、個人消費にプラスの影響を及ぼしていた可能性はあるだろう。

しかし、6月から住民税の増税が始まったことにより、7-9月期には負担が大きく増えることになる。当研究所の試算によれば、制度変更（税源移譲+定率減税縮小・廃止+社会保障制度変更）に伴う家計の負担増は、2007年1-3月期の約2000億円、4-6月期の約1000億円（前年同期差）から7-9月期には約4000億円へと大きく拡大する。

4000億円という規模自体は可処分所得比で0.5%程度とそれほど大きいとは言えないが、賃金が伸び悩む中では、家計に重くのしかかることになろう。さらに消費者心理がここに来て大きく悪化していることもマイナス要因である。

所得が伸び悩む中、負担増の拡大、消費者マインドの悪化が加わることにより、夏場の個人消費は停滞する可能性が高い。



4-6月期に大きく落ち込んだ住宅投資の反動増が見込まれること、設備投資の堅調が維持されることなどから、7-9月期の成長率がマイナスに落ち込む恐れは今のところ低いと考えられるが、個人消費の停滞を主因として、前期比年率1%前後の低成長にとどまる可能性が高い。1%台半ばから後半とされる潜在成長率並みの成長に復帰するのは10-12月期以降となろう。