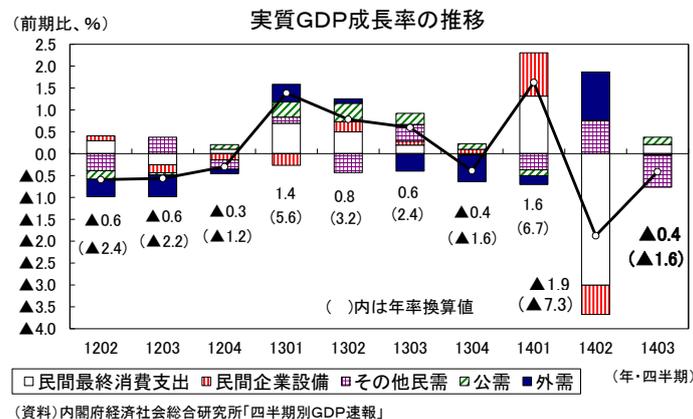


# Weekly エコノミスト レター

## QE 速報:7-9 月期の実質GDPは前期比▲0.4% (年率▲1.6%)~予想外のマイナス成長

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

1. 2014年7-9月期の実質GDPは、前期比▲0.4%（年率▲1.6%）と2四半期連続のマイナス成長となった（当研究所予測10月31日：前期比0.6%、年率2.4%）。
2. 民間消費は駆け込み需要の反動の影響が和らぎ前期比0.4%の増加となったが、反動が長引いている住宅投資は前期比▲6.7%と4-6月期（同▲10.0%）に続き大きく落ち込んだほか、設備投資も前期比▲0.2%と小幅ながら2四半期連続の減少となった。また、民間在庫が4-6月期に大きく積み上がった在庫の取り崩しが進んだことから前期比・寄与度▲0.6%（年率▲2.6%）と成長率を大きく押し下げた。
3. 2013年度補正予算の効果から公的固定資本形成が前期比2.2%の増加となったが、民間需要の落ち込みをカバーするまでには至らなかった。外需寄与度は、輸出が増加に転じたものの、国内需要の持ち直しに伴い輸入も増加したことから4-6月期の前期比1.0%から同0.1%へとプラス幅が大きく縮小した。
4. 7-9月期のGDP統計は、消費税率引き上げの影響から景気が引き続き弱い動きとなっていることを改めて確認するものとなった。ただし、在庫の取り崩しという前向きの動きが成長率を押し下げており、在庫を除く最終需要でみると4-6月期の前期比▲3.3%（年率▲12.7%）から7-9月期は前期比0.3%（年率1.1%）と持ち直している。景気の実勢はヘッドラインの数字が示すほどは悪くない。10-12月期は個人消費、設備投資を中心に3四半期ぶりのプラス成長となる可能性が高いだろう。



## ●7-9 月期は前期比年率▲1.6%と 2 四半期連続のマイナス成長

本日 (11/17) 発表された 2014 年 7-9 月期の実質 GDP (1 次速報値) は、前期比▲0.4% (前期比年率▲1.6%) と 2 四半期連続のマイナス成長となった(当研究所予測 10 月 31 日:前期比 0.6%、年率 2.4%)。

民間消費は駆け込み需要の反動の影響が和らぎつつあることから前期比 0.4%の増加となったが、反動が長引いている住宅投資は前期比▲6.7%と 4-6 月期 (同▲10.0%) に続き大きく落ち込んだほか、設備投資も前期比▲0.2%と小幅ながら 2 四半期連続の減少となった。

また、民間在庫が 4-6 月期に大きく積み上がった在庫の取り崩しが進んだことから前期比・寄与度▲0.6% (年率▲2.6%) と成長率を大きく押し下げた。なお、民間在庫の推計は、1 次速報では原材料在庫、仕掛品在庫が 4-6 月期までの情報をもとに仮置きされている。内閣府の資料によれば原材料在庫、仕掛品在庫が 7-9 月期の民間在庫は前期比で▲0.3%程度 (寄与度) 押し下げたとみられるが、法人企業統計の結果が反映される 2 次速報では大きめの改定となる可能性があることには留意が必要だ。

一方、政府消費が前期比 0.3%と 2 四半期ぶりに増加したことに加え、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 2.2%と 4-6 月期の同 0.3%から伸びを高めたことから、公的需要は 2 四半期連続で増加した。

外需寄与度は前期比 0.1%と成長率の押し上げ要因となった。輸出は前期比 1.3%の増加となったが、4-6 月期に前期比▲5.4%と大きく落ち込んだ輸入が国内需要の持ち直しを反映し前期比 0.8%の増加となったため、外需寄与度のプラス幅は 4-6 月期の前期比 1.0%から同 0.1%へと大きく縮小した。

実質 GDP 成長率への寄与度 (前期比) は、国内需要が▲0.5% (うち民需▲0.7%、公需 0.2%)、外需が 0.1%であった。

### <需要項目別結果>

	2014年4-6月期			2014年7-9月期		
	改定値 (11/17)	2次速報値 (9/8)	差	1次速報値 (11/17)	当社予測 (10/31)	差
実質 GDP (前期比年率)	▲1.9 (▲7.3)	▲1.8 (▲7.1)	▲0.1 (▲0.2)	▲0.4 (▲1.6)	0.6 ( 2.4)	▲1.0 (▲4.0)
内 需 (寄与度)	▲2.8 (▲2.9)	▲2.8 (▲2.9)	▲0.0 0.0	▲0.5 (▲0.5)	0.6 ( 0.6)	▲1.0 ▲1.1
民 需 (寄与度)	▲3.7 (▲2.9)	▲3.7 (▲2.9)	▲0.1 0.0	▲0.9 (▲0.7)	0.6 ( 0.4)	▲1.4 ▲1.1
民間消費	▲5.0	▲5.1	0.1	0.4	0.9	▲0.6
民間住宅	▲10.0	▲10.4	0.4	▲6.7	▲4.7	▲2.0
民間設備	▲4.8	▲5.1	0.3	▲0.2	0.9	▲1.1
民間在庫 (寄与度)	( 1.2)	( 1.4)	(▲0.2)	(▲0.6)	(▲0.1)	▲0.5
公 需 (寄与度)	0.1 ( 0.0)	▲0.0 (▲0.0)	0.1 0.0	0.7 ( 0.2)	0.6 ( 0.1)	0.1 0.0
政府消費	▲0.0	0.1	▲0.1	0.3	0.3	0.1
公的固定資本形成	0.3	▲0.5	0.8	2.2	1.8	0.3
財貨・サービスの純輸出(寄与度)	( 1.0)	( 1.1)	(▲0.1)	( 0.1)	( 0.0)	(0.1)
財貨・サービスの輸出	▲0.5	▲0.5	0.0	1.3	0.7	0.6
財貨・サービスの輸入	▲5.4	▲5.6	0.2	0.8	0.6	0.2
名目 GDP	▲0.1	▲0.2	0.1	▲0.8	0.3	▲1.1

(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▲0.8% (前期比年率▲3.0%) と 2 四半期連続で減少し、実質の伸びも下回

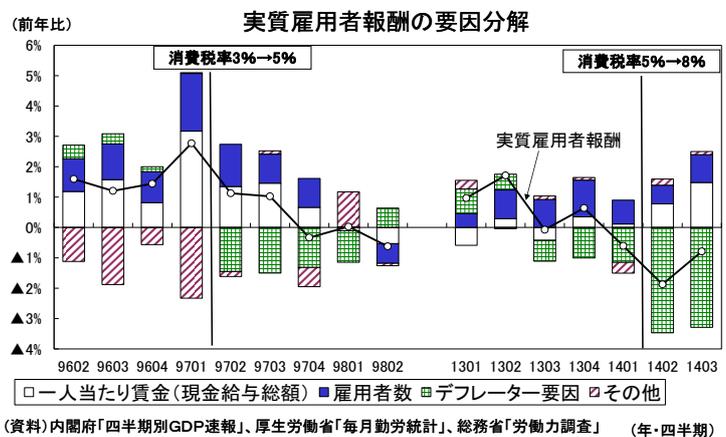
った。GDPデフレーターは消費税率引き上げの影響が残る前年比では2.1%（4-6月期：同2.0%）となったが、前期比では▲0.3%の低下となった。国内需要デフレーターは前期比0.1%の上昇となったが、輸入デフレーターの伸び（前期比3.5%）が輸出デフレーターの伸び（前期比1.4%）を上回ったことがGDPデフレーターの押し下げ要因となった。

### <需要項目別の動き>

民間消費は消費税率引き上げ前の駆け込み需要の反動が和らぎつつあることから、前期比0.4%と2四半期ぶりに増加したが、4-6月期に同▲5.0%と大きく落ち込んだことを考えれば持ち直しのペースは緩慢にとどまっている。7-9月期の民間消費の水準は駆け込み需要が本格化する前の2013年10-12月期を▲2.6%も下回っている。

家計消費の内訳を形態別に見ると、半耐久財（4-6月期：前期比▲12.5%→7-9月期：同3.5%）、非耐久財（4-6月期：前期比▲6.8%→7-9月期：同2.0%）は持ち直したが、自動車販売、家電製品などの耐久財が前期比▲4.5%（4-6月期：同▲18.8%）と駆け込み需要の反動の影響が続いたことに加え、駆け込み需要がほとんどみられなかったサービスも外食の低迷などから前期比▲0.0%（4-6月期：同▲0.9%）と低調だった。

個人消費低迷の背景には夏場の天候不順の影響もあるが、それ以上に大きいのは物価上昇に伴う実質所得の低下と考えられる。名目雇用者報酬は1-3月期の前年比0.5%から4-6月期が同1.6%、7-9月期が同2.6%と伸びを高めているが、消費税率引き上げによって消費者物価上昇率（総合）が1-3月期の前年比1.5%から4-6月期が同3.6%、7-9月期が同3.3%へと高まったため、実質雇用者報酬は1-3月期の前年比▲0.6%から4-6月期に同▲1.9%とマイナス幅が大きく拡大した後、7-9月期は同▲0.6%とマイナス幅は縮小したものの依然マイナスが続いている。前回の消費税率引き上げ時も実質雇用者報酬の伸びは大きく低下したが、消費者物価上昇率が今回よりも低めだったことから、1997年7-9月期まではプラスの伸びを維持していた。今回は名目賃金が伸び悩む中で物価が上昇し始めたことで、実質雇用者報酬の伸びは消費税率引き上げ前にマイナスに転じ、消費税率引き上げによってマイナス幅は大きく拡大する形となった。個人消費を取り巻く環境は前回増税時よりも厳しいと言える。



住宅投資は前期比▲6.7%となり、4-6月期の同▲10.0%に続き大幅な減少となった。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。月次では7月の83.9万戸から8月が84.5万戸、9月が88.0万戸と若干持ち直しているが、

GDP統計の住宅投資は工事の進捗ベ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月期も前期比でほぼ横ばいにとどまることが予想される。

設備投資は前期比▲0.2%と2四半期連続で減少したが、4-6月期の同▲4.8%からは減少幅が縮小した。設備投資は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。

公的需要は前期比0.7%と2四半期連続の増加となった。政府消費が前期比0.3%と2四半期ぶりの増加となり、2013年度補正予算の効果が顕在化したことから公的固定資本形成が4-6月期の前期比0.3%から同2.2%へと伸びを高めた。ただし、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月も同▲7.4%の減少となった。予算執行の端境期となる2014年度末にかけて公的固定資本形成はいったん減少に転じることが予想される。

外需寄与度は前期比0.1%となり、4-6月期の同1.0%からプラス幅が大きく縮小した。財貨・サービスの輸出はアジア向けが持ち直したものの、欧米向けが低調だったことから前期比1.3%と低い伸びにとどまった。一方、4-6月期に前期比▲5.4%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0.8%の増加となった。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。

#### **（景気の実勢は弱いが10-12月期はプラス成長へ）**

2014年7-9月期の実質GDPは予想外のマイナス成長となり、消費税率引き上げの影響から景気が引き続き弱い動きとなっていることが改めて確認される形となった。ただし、在庫の取り崩しという前向きの動きが成長率を押し下げており、在庫を除いた最終需要（＝国内最終需要＋輸出）で見ると4-6月期の前期比▲3.3%（年率▲12.7%）から7-9月期は前期比0.3%（年率1.1%）と持ち直している。景気の実勢はヘッドラインの数字が示すほどは悪くない。10-12月期は個人消費、設備投資を中心に3四半期ぶりのプラス成長となる可能性が高いだろう。

（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。