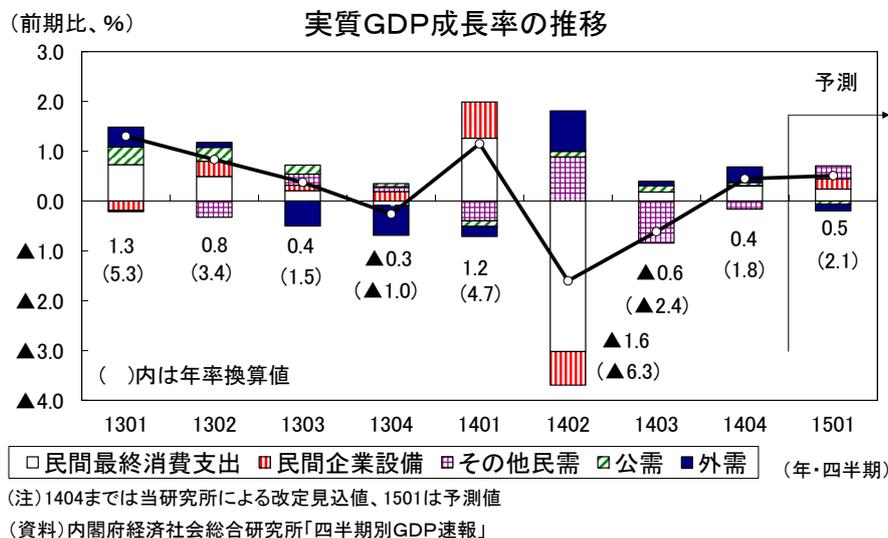


Weekly
エコノミスト・
レター2015年1-3月期の実質GDP
～前期比0.5%(年率2.1%)を予測

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

- 5/20に内閣府から公表される2015年1-3月期の実質GDPは、前期比0.5%（前期比年率2.1%）と2四半期連続のプラス成長になったと推計される。
- 外需は4四半期ぶりに成長率の押し下げ要因となったが、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2.4%）、設備投資（前期比1.5%）が増加に転じたことから国内民間需要が経済成長の牽引役となった。
- 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▲2.6%と4四半期ぶりの減少となった。
- 名目GDPは前期比1.9%（前期比年率7.8%）と2四半期連続の増加となり、実質の伸びを大きく上回るだろう。GDPデフレーターは前年比3.6%、前期比1.4%と予測する。
- この結果、2014年度の実質GDP成長率は実質▲0.9%、名目1.6%になると見込まれる。
- 実質GDPは2四半期続けて潜在成長率を上回る伸びとなった模様だが、2四半期連続マイナス成長の後であり実態として高成長を続けているわけではない。個人消費の水準は駆け込み需要が本格化する前（2013年10-12月期）を▲2%近く下回っており、その水準に回復するのは2016年までずれ込みそうだ。



●1-3 月期は年率 2.1%を予測～2 四半期連続のプラス成長

2015 年 1-3 月期の実質 GDP は、前期比 0.5%（前期比年率 2.1%）と 2 四半期連続のプラス成長になったと推計される。外需は 4 四半期ぶりに成長率の押し下げ要因となったが、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 2.4%）、設備投資（前期比 1.5%）が増加に転じたことから国内民間需要が経済成長の牽引役となった。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は前期比 0.2%と成長率を押し上げる方向に働いた。

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▲2.6%と 4 四半期ぶりの減少となった。

外需寄与度は前期比▲0.1%と 4 四半期ぶりのマイナスとなった。円安効果の顕在化から輸出が前期比 1.2%と 3 四半期連続で増加したが、国内需要の持ち直しを反映し輸入が前期比 2.3%と輸出の伸びを上回った。

実質 GDP 成長率への寄与度は、国内需要が 0.6%（うち民需 0.7%、公需▲0.1%）、外需が▲0.1%と予測する。

名目 GDP は前期比 1.9%（前期比年率 7.8%）と 2 四半期連続の増加となり、実質の伸びを大きく上回るだろう。GDP デフレーターは前年比 3.6%（10-12 月期：同 2.4%）、前期比 1.4%と予測する。国内需要デフレーターは消費者物価、国内企業物価指数の上昇率低下を反映し、10-12 月期の前年比 2.1%から同 1.7%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▲6.5%（10-12 月期：同 3.1%）と大きく低下したことが GDP デフレーターの押し上げ要因となった。

なお、5/20 に内閣府から 2015 年 1-3 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 10-12 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率 1.5%から同 1.8%へと若干上方修正されると予測している。この結果、2014 年度の実質成長率は▲0.9%、名目成長率は 1.6%になると見込まれる。

2015 年 1-3 月期の実質 GDP は 2014 年 10-12 月期に続き潜在成長率を上回る伸びとなった模様だが、2 四半期連続マイナス成長の後であり実態として高成長を続けているわけではない。

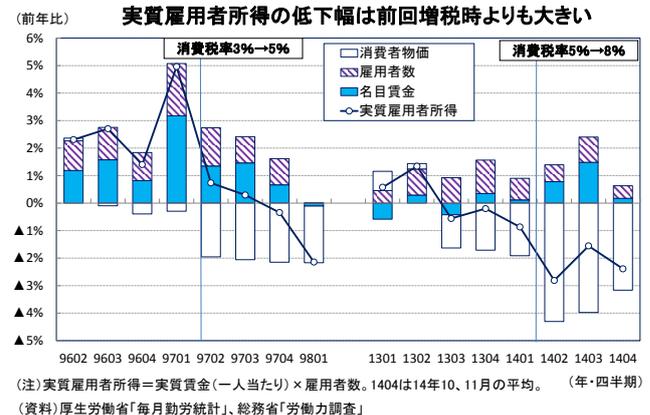
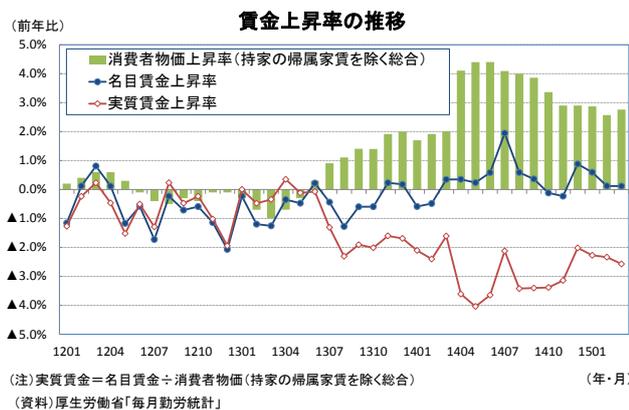
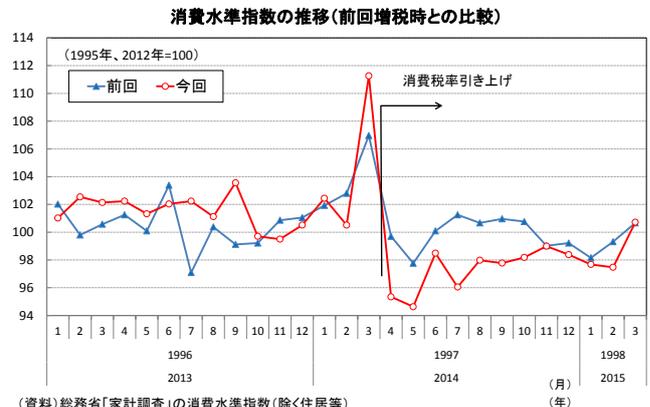
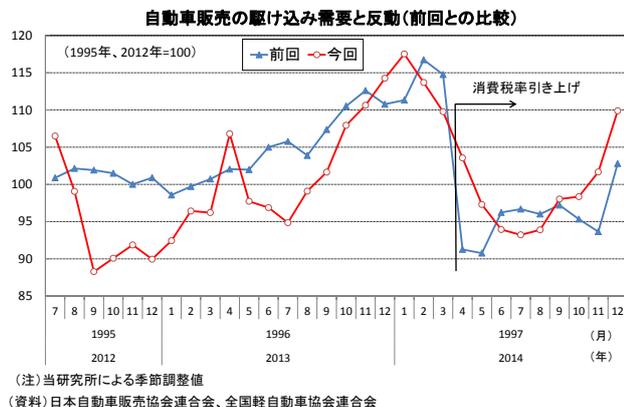
当研究所の予測に基づけば、2015 年 1-3 月期の実質 GDP は駆け込み需要が本格化する前の 2013 年 10-12 月期とほぼ同水準にとどまり、民間消費は▲1.8%も低い水準となる。個人消費は方向としては持ち直しの動きを続けているが、消費税率引き上げを主因とした物価上昇に伴う実質所得低下の影響は残存している。個人消費の水準が駆け込み需要が本格化する前（2013 年 10-12 月期）に戻るのには 2016 年に入ってからとなるだろう。

●主な需要項目の動向

・民間消費～3 四半期連続増加も持ち直しのペースは緩やか

民間消費は前期比0.4%と3 四半期連続の増加となるが、10-12 月期の同0.5%から伸びが若干低下すると予測する。

駆け込み需要の反動で大きく落ち込んだ自動車販売は、2014 年夏頃にはいったん下げ止まり、年末にかけては軽自動車の販促活動活発化などから大幅に増加したが、2015 年入り後はその反動から水準を大きく切り下げている。また、家計調査の実質消費水準指数（除く住居等、季節調整値）は2014 年4-6 月期に前期比▲8.2%と急速に落ち込んだ後、7-9 月期が同1.2%、10-12 月期が同1.3%と持ち直していたが、15 年1-3 月期は同0.1%とほぼ横這いにとどまった。個人消費は雇用・所得環境の改善が続く中、駆け込み需要の反動の影響がほぼ一巡したことにより、持ち直しの動きが続いているが、そのペースは緩やかにとどまっている。



原油価格下落に伴う物価上昇率の低下によって、消費低迷の主因となってきた実質所得の押し下げ圧力は和らいでいるが、その一方で名目賃金が伸び悩んでいることが先行きの懸念材料だ。

昨年度は多くの企業で久しぶりにベースアップが実施されたが、雇用の非正規化が続いていることもあって毎月勤労統計の2014年度の所定内給与は前年比▲0.1%とほぼ横這いにとどまった。今年の春闘では昨年を上回るベースアップが実現したため、2015年度の賃金は2014年度に比べれば伸びが高まることが予想されるが、過度の期待は禁物だろう。

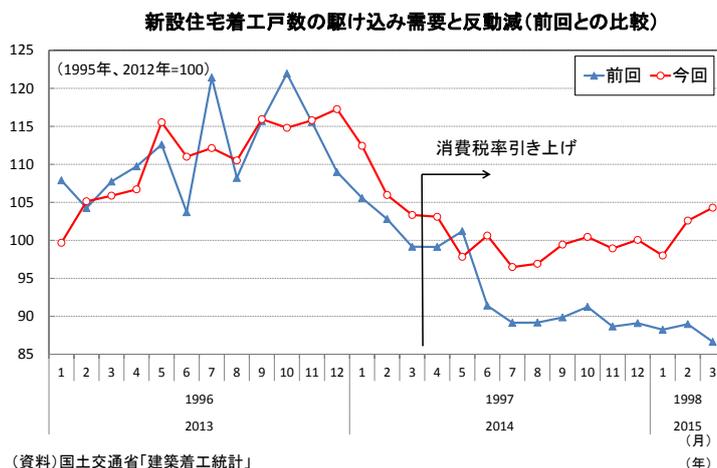
現時点では、個人消費は実質所得の改善を主因として持ち直しの動きを続けると予想しているが、名目賃金の伸び悩みによって個人消費の回復が遅れるリスクは念頭に置いておく必要がある

・住宅投資～駆け込み需要の反動一巡から4四半期ぶりの増加

住宅投資は前期比2.4%と4四半期ぶりの増加を予測する。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、10-12月期が88.0万戸、2015年1-3月期が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2015年1-3月期に続き、4-6月期も増加する可能性が高い。

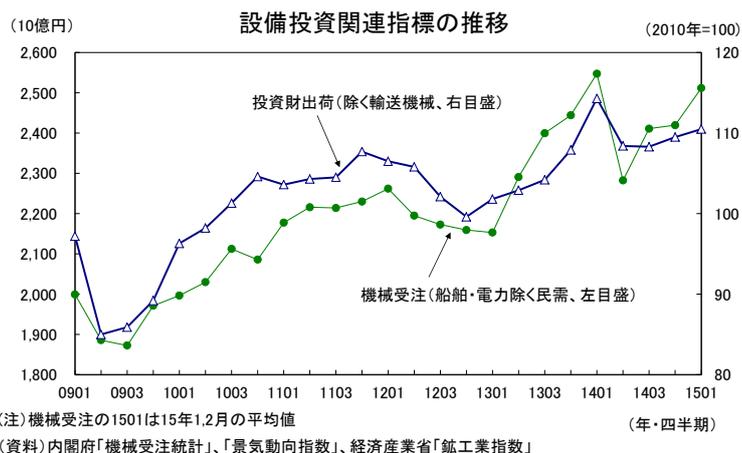


・民間設備投資～企業収益の改善を背景に増加

民間設備投資は前期比1.5%となり10-12月期の同0.1%（当研究所による改定見込値）から伸びを高めると予測する。

設備投資の一致指標である投資財出荷（除く輸送機械）は2014年4-6月期が前期比▲7.0%、7-9月期が同▲0.1%と減少が続いたが、10-12月期は同1.1%、2015年1-3月期が同0.9%と2四半期連続で増加した。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、7-9月が同5.6%、10-12月が同0.4%と増加を続け、15年1,2月の平均も10-12月期を3.8%上回っている。

企業の国内投資に対する慎重姿勢は依然根強いものの、好調な企業収益や良好な景況感を背景に設備投資の回復基調は徐々に明確となることが予想される。

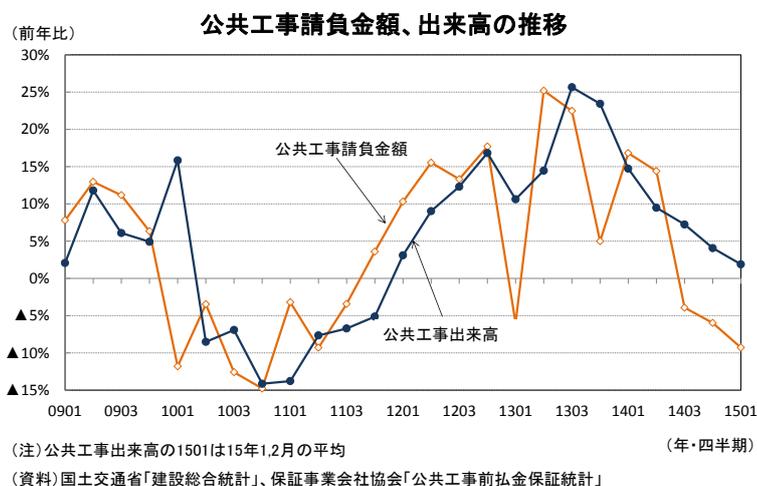


・公的固定資本形成～補正予算の一巡から4四半期ぶりの減少

公的固定資本形成は2013年度補正予算の効果一巡、2014年度当初予算の早期執行の反動などから、前期比▲2.6%と4四半期ぶりの減少を予測する。

公共工事の進捗を反映する公共工事出来高は 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 2 月には前年比 0.2% 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 2015 年 4-6 月期も前期比減少となる可能性が高い。



・外需～4 四半期ぶりのマイナス

外需寄与度は前期比▲0.1% と 3 四半期ぶりのマイナスになると予測する。

財貨・サービスの輸出は前期比 1.2% と 3 四半期連続で増加したが、10-12 月期の同 3.0% (改定見込値) に比べると伸びは鈍化した。

一方、財貨・輸入は前期比 2.3% となり輸入の伸びを上回った。輸入は消費税率引き上げ後の国内景気の悪化から弱めの動きが続いてきたが、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。

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

	2014/10	2014/11	2014/12	2015/1	2015/2	2015/3	2014/7-9	2014/10-12	2015/1-3
実質GDP	522,007	524,478	528,901	530,797	525,048	527,573	522,789	525,128	527,806
前期比年率							▲2.4%	1.8%	2.1%
前期比	0.1%	0.5%	0.8%	0.4%	▲1.1%	0.5%	▲0.6%	0.4%	0.5%
前年同期比	▲0.8%	▲1.2%	▲0.3%	▲1.0%	▲1.7%	▲1.6%	▲1.4%	▲0.7%	▲1.4%
内需（寄与度）	511,717	514,778	517,856	519,346	517,164	517,965	513,796	514,784	518,158
前期比	▲0.3%	0.6%	0.6%	0.3%	▲0.4%	0.2%	▲0.6%	0.2%	0.6%
前年同期比	▲1.2%	▲2.1%	▲1.6%	▲2.6%	▲1.2%	▲3.5%	▲1.5%	▲1.7%	▲2.5%
民間（寄与度）	385,689	388,714	391,825	393,092	391,675	392,609	388,069	388,743	392,459
前期比	▲0.4%	0.6%	0.6%	0.2%	▲0.3%	0.2%	▲0.8%	0.1%	0.7%
前年同期比	▲1.5%	▲2.6%	▲1.6%	▲2.9%	▲1.3%	▲3.7%	▲1.8%	▲2.0%	▲2.7%
民間消費	307,602	308,135	309,494	309,794	308,892	310,339	306,835	308,410	309,675
前期比	0.0%	0.2%	0.4%	0.1%	▲0.3%	0.5%	0.3%	0.5%	0.4%
前年同期比	▲1.8%	▲2.9%	▲2.0%	▲4.0%	▲2.0%	▲5.7%	▲3.0%	▲2.2%	▲4.0%
民間住宅投資	12,793	12,905	12,976	12,980	13,200	13,427	12,972	12,892	13,202
前期比	▲1.2%	0.9%	0.6%	0.0%	1.7%	1.7%	▲6.3%	▲0.6%	2.4%
前年同期比	▲14.9%	▲15.4%	▲16.5%	▲18.2%	▲15.0%	▲10.7%	▲12.4%	▲15.6%	▲14.8%
民間設備投資	71,813	70,972	71,231	72,934	72,322	71,958	71,278	71,338	72,405
前期比	0.5%	▲1.2%	0.4%	2.4%	▲0.8%	▲0.5%	0.0%	0.1%	1.5%
前年同期比	1.1%	▲1.9%	1.7%	▲3.5%	▲2.1%	▲3.3%	1.6%	0.3%	▲3.0%
民間在庫（寄与度）	-5,779	-2,558	-1,137	-1,876	-2,001	-2,376	-2,387	-3,158	-2,084
前期比	▲0.4%	0.6%	0.3%	▲0.1%	▲0.0%	▲0.1%	▲0.7%	▲0.2%	0.2%
前年同期比	▲0.1%	▲0.1%	▲0.1%	0.6%	0.6%	0.6%	0.2%	▲0.1%	0.6%
公需（寄与度）	125,833	125,869	125,836	126,058	125,294	125,160	125,541	125,846	125,504
前期比	0.1%	0.0%	▲0.0%	0.0%	▲0.1%	▲0.0%	0.1%	0.1%	▲0.1%
前年同期比	0.3%	0.4%	0.0%	0.3%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
政府消費	102,600	102,842	102,994	102,898	103,013	103,231	102,514	102,812	103,048
前期比	0.4%	0.2%	0.1%	▲0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%
前年同期比	0.5%	1.8%	▲0.5%	1.1%	0.9%	1.4%	0.3%	0.6%	1.1%
公的固定資本形成	23,225	23,018	22,834	23,141	22,261	21,910	22,931	23,025	22,437
前期比	1.1%	▲0.9%	▲0.8%	1.3%	▲3.8%	▲1.6%	1.8%	0.4%	▲2.6%
前年同期比	3.1%	1.5%	1.8%	2.4%	▲1.0%	▲2.1%	1.9%	2.1%	▲0.2%
外需（寄与度）	12,107	11,517	12,862	13,269	9,701	11,426	10,521	12,162	11,465
前期比	0.5%	▲0.1%	0.3%	0.1%	▲0.7%	0.3%	0.1%	0.2%	▲0.1%
前年同期比	0.8%	1.2%	1.6%	1.6%	▲0.5%	2.0%	0.2%	1.0%	1.1%
財貨・サービスの輸出	92,612	91,977	93,742	94,536	93,210	94,045	90,105	92,777	93,930
前期比	2.0%	▲0.7%	1.9%	0.8%	▲1.4%	0.9%	1.5%	3.0%	1.2%
前年同期比	9.1%	8.0%	16.4%	11.3%	▲0.3%	6.2%	7.6%	11.2%	5.6%
財貨・サービスの輸入	80,505	80,460	80,879	81,267	83,509	82,620	79,584	80,615	82,465
前期比	▲0.7%	▲0.1%	0.5%	0.5%	2.8%	▲1.1%	1.1%	1.3%	2.3%
前年同期比	4.5%	0.3%	6.3%	1.1%	3.3%	▲6.4%	5.2%	3.7%	▲0.9%

<民間消費の内訳>

	248,263	248,404	249,166	249,168	249,095	251,187	247,222	248,611	249,817
家計消費（除く帰属家賃）									
前期比	0.1%	0.1%	0.3%	0.0%	▲0.0%	0.8%	0.3%	0.6%	0.5%
前年同期比	▲2.7%	▲3.7%	▲2.9%	▲5.1%	▲3.2%	▲6.8%	▲4.0%	▲3.1%	▲5.1%
需要側推計									
前期比	0.5%	1.3%	▲1.5%	▲0.1%	0.0%	1.2%	0.8%	1.6%	▲0.2%
前年同期比	▲3.3%	▲3.3%	▲2.7%	▲4.2%	▲3.3%	▲10.9%	▲4.6%	▲3.1%	▲6.4%
供給側推計									
前期比	▲2.9%	▲2.4%	2.2%	1.0%	▲1.0%	0.3%	▲0.6%	0.4%	1.1%
前年同期比	▲3.1%	▲3.9%	▲3.1%	▲6.3%	▲1.8%	▲6.0%	▲3.4%	▲3.4%	▲4.8%
帰属家賃	4,308	4,311	4,314	4,317	4,319	4,322	51,562	51,702	51,825
前期比	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.3%	0.3%	0.2%
前年同期比	1.2%	1.2%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.2%	1.2%	1.0%

(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。