

2015年8月17日 全5頁

Indicators Update

2015年4-6月期 GDP 一次速報

日本経済は輸出や個人消費の悪化で足踏み

エコノミック・インテリジェンス・チーム

エコノミスト 長内 智

エコノミスト 小林 俊介

[要約]

- 2015年4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率▲1.6%（前期比▲0.4%）と、おおむね市場コンセンサス（前期比年率▲1.8%、前期比▲0.5%）通りの結果になった。実質GDPのマイナス成長は3四半期ぶりのことである。輸出や個人消費が弱い結果になったことや実質GDP成長率のマイナス幅などを踏まえると、これまで緩やかに持ち直してきた日本経済は足踏みし、踊り場局面入りした可能性が高い。
- 2015年4-6月期の結果を需要項目別に見ると、個人消費は前期比▲0.8%と4四半期ぶりの減少となった。個人消費の内訳を見ると、財・サービスが全てマイナスになるなど消費の弱さが示された。設備投資は前期比▲0.1%と小幅ながらも3四半期ぶりの減少となり、これまでの増勢が一服した格好だ。輸出は前期比▲4.4%と6四半期ぶりの減少となった。米国とアジア向け輸出の減少が押し下げに寄与したとみられる。
- 当社の基本シナリオとして、先行きの日本経済は大きく腰折れせずに徐々に持ち直す予想している。実質GDPは、個人消費と輸出が増加に転じ、均してみると設備投資も緩やかな持ち直しの動きが継続することで、2015年7-9月期にプラス成長に戻ると見込む。ただし、実質GDPの下振れリスクとして、今後の在庫調整の動向に注意する必要がある。輸出についても、企業収益の鈍化などを受けて米国の設備投資に下振れリスクが残っていること、中国の景気減速になかなか歯止めが掛からないこと、などは引き続き要注意である。

※当社は、8月21日（金）に「第186回 日本経済予測」の発表を予定している。

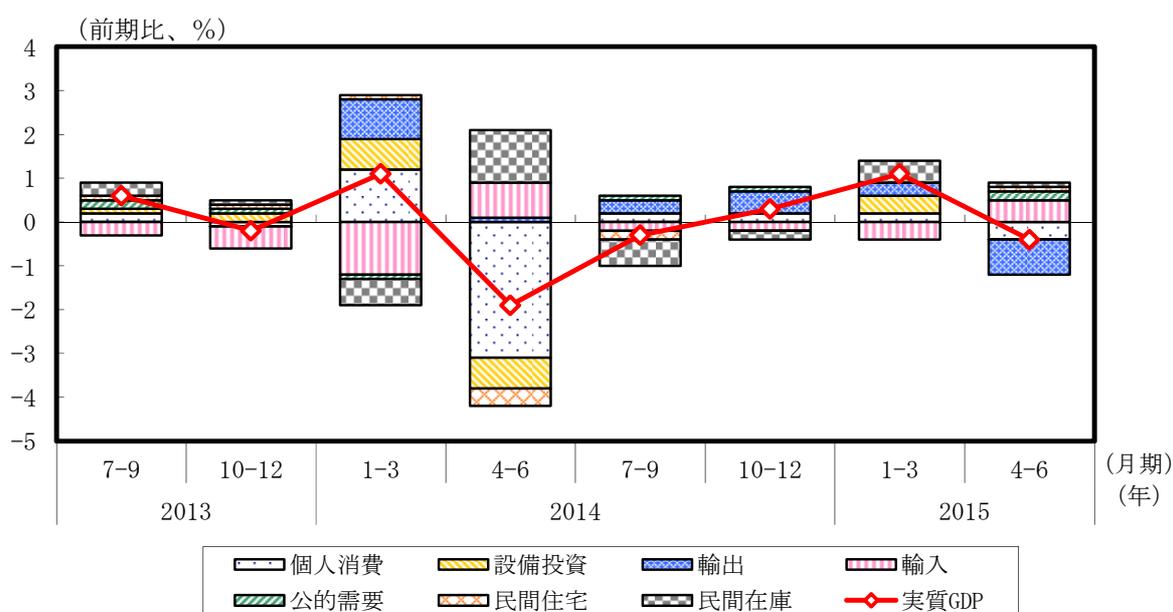
日本経済は踊り場局面入りした可能性

2015年4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率▲1.6%（前期比▲0.4%）と、おおむね市場コンセンサス（前期比年率▲1.8%、前期比▲0.5%）通りの結果になった。実質GDPのマイナス成長は3四半期ぶりのことである。輸出や個人消費が弱い結果になったことや実質GDP成長率のマイナス幅などを踏まえると、これまで緩やかに持ち直してきた日本経済は足踏みし、踊り場局面入りした可能性が高い。

需要項目別動向：輸出や個人消費の弱さが目立つ

2015年4-6月期の結果を需要項目別に見ると、個人消費は前期比▲0.8%と4四半期ぶりの減少となった。家計の雇用環境の改善が続いているものの、①実質雇用者報酬が同▲0.2%と2四半期ぶりのマイナスになったこと、②軽自動車を中心とする自動車販売の低調さ、③天候不順による下押し効果、④食料品価格上昇などで家計の節約志向が強まっているとみられること、などが個人消費の重石になった格好だ。個人消費の内訳を見ると、財・サービスが全てマイナスになるなど消費の弱さが示された。耐久財は、家電販売がおおむね横ばいで推移する中で自動車販売の低迷が続いたことなどから、同▲2.2%と3四半期ぶりのマイナスとなった。半耐久財は同▲3.9%と大幅なマイナスとなり、この背景としては天候不順や夏のセールが後ろ倒しされた影響などが指摘できる。非耐久財は同▲0.6%と4四半期ぶりに減少した。サービスは同▲0.1%と小幅なマイナスとなったものの、水準が依然として高いことから、その基調は底堅いと考えている。

実質GDPの推移



住宅投資は前期比+1.9%と2四半期連続の増加となった。GDPベースの住宅投資に先行する新設住宅着工戸数の動向を見ると、消費税増税に伴う反動減の影響が徐々に緩和する中で、家計の雇用・所得環境の改善や住宅ローン金利の低さなどもあって、2014年10-12期から持ち直しの動きが続く。進捗ベースで計上される住宅投資も住宅着工から時間的なラグを伴って底打ちし、増加傾向に転じている。

設備投資は前期比▲0.1%と小幅ながらも3四半期ぶりの減少となり、これまでの増勢が一服した格好だ。ただし、企業の設備過剰感の解消及び不足感の高まりや、これまでの円安進行を受けて大企業製造業を中心に企業収益の改善傾向が続いており、設備投資を取り巻く環境は総じて良好な状況が続いている。加えて、設備投資は均してみると緩やかな増加傾向にあることや、日銀短観に見る企業の設備投資計画が底堅いことなどを勘案すると、今回の結果は必ずしもネガティブに捉える必要はないだろう。

公共投資は前期比+2.6%と2四半期ぶりに増加した。今回の結果は堅調であったものの、過去の経済対策に伴う押し上げ効果が剥落する中で公共投資の先行指標が総じて弱い動きとなっていることから、先行きについては、追加の経済対策が打たれなければ、徐々に減少傾向へと転じるとみている。

輸出は前期比▲4.4%と6四半期ぶりの減少となった。米国とアジア向け輸出の減少が押し下げに寄与したとみられる。米国向けに関しては、設備投資の弱さなどを受けて資本財輸出が落ち込んだことに加えて、前期がかなり強かった反動なども影響していると考えられる。アジア向けについては、中国の景気減速などを背景にアジア圏全体の貿易取引が減少傾向にあることを反映した結果と言えよう。輸入についても内需の減速に沿う形で前期比▲2.6%と4四半期ぶりに減少した。輸出の押し下げ寄与が大きく拡大したことを主因に、外需（純輸出）の寄与度は同▲0.3%ptと2四半期連続のマイナスとなった。

2015年4-6月期 GDP（一次速報）

		2014			2015	
		4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期
実質国内総生産(GDP)	前期比%	▲ 1.9	▲ 0.3	0.3	1.1	▲ 0.4
	前期比年率%	▲ 7.5	▲ 1.3	1.4	4.5	▲ 1.6
民間最終消費支出	前期比%	▲ 5.0	0.3	0.3	0.3	▲ 0.8
民間住宅	前期比%	▲ 10.9	▲ 6.3	▲ 0.6	1.7	1.9
民間企業設備	前期比%	▲ 4.6	▲ 0.0	0.2	2.8	▲ 0.1
民間在庫品増加	前期比寄与度%pt	1.2	▲ 0.6	▲ 0.2	0.5	0.1
政府最終消費支出	前期比%	0.1	0.3	0.3	0.3	0.4
公的固定資本形成	前期比%	0.2	1.7	0.3	▲ 1.2	2.6
財貨・サービスの輸出	前期比%	0.6	1.8	2.8	1.6	▲ 4.4
財貨・サービスの輸入	前期比%	▲ 3.9	0.9	0.9	1.8	▲ 2.6
内需寄与度	前期比寄与度%pt	▲ 2.8	▲ 0.4	0.0	1.2	▲ 0.1
外需寄与度	前期比寄与度%pt	0.9	0.1	0.3	▲ 0.1	▲ 0.3
名目GDP	前期比%	0.2	▲ 0.7	0.8	2.2	0.0
	前期比年率%	0.8	▲ 2.6	3.2	9.0	0.1
GDPデフレーター	前年比%	2.2	2.1	2.4	3.5	1.6

(注) 寄与度は四捨五入の関係上、実質GDP成長率と必ずしも一致しない。

(出所) 内閣府統計より大和総研作成

GDP デフレーターは前期比+0.4%と3四半期連続で上昇した。上昇幅は前期（同+1.1%）から縮小したものの、総じて底堅く推移している。国内需要デフレーターが同+0.2%と2四半期ぶりの上昇となった一方で、原油価格の急落が一服したことで輸入デフレーターのマイナス幅が大幅に縮小して全体を押し下げた（輸入デフレーターは控除項目なので GDP デフレーターに対して逆方向に作用する）。なお、GDP デフレーターの前年比は+1.6%と、6四半期連続の上昇、上昇幅は前期から縮小した。名目 GDP は前期比年率+0.1%（前期比+0.0%）と小幅ながらも3四半期連続の増加となった。

先行きの日本経済は腰折れせずに徐々に持ち直すと予想

当社の基本シナリオとして、先行きの日本経済は大きく腰折れせずに徐々に持ち直すと予想している。実質 GDP は、個人消費と輸出が増加に転じ、均してみると設備投資も緩やかな持ち直しの動きが継続することで、2015年7-9月期にプラス成長に戻ると見込む。ただし、実質 GDP の下振れリスクとして、今後の在庫調整の動向に注意する必要があるだろう。2015年1-3月期の民間在庫の寄与増加は最終需要の増加を伴っていたが、今期は最終需要が弱い中で在庫が積み上がっている。最近の日本の GDP 統計において、民間在庫が大きな変動要因となっていることから、在庫調整が急速に進むことになれば、実質 GDP 成長率を大きく下押しする要因となるだろう。

個人消費については、良好な雇用・所得環境を主因に、徐々に増加傾向へ復すると考えている。名目賃金・収入に関しては、①連合調査（最終集計結果）における今年のベースアップが前年比+0.69%、②2015年度の年金改定率が同+0.9%とプラス転換（2014年度は同▲0.7%）、③企業業績の改善を背景に夏季賞与が3年連続で増加する見込みであること、などがプラス材料である。これらは家計可処分所得の増加に逐次反映されることから、その後の個人消費の押し上げ要因になることが期待される。また、2014年夏以降に大きく下落した原油価格は足下でも低水準で推移しており、それが時間的なラグを伴って消費者物価を押し下げ、家計の実質賃金を上昇させることも個人消費増加の追い風となるだろう。ただし、今期の個人消費の弱さに鑑みると、食料品などの値上げラッシュを背景に家計の節約志向が強まっている可能性や、最近の消費者マインドの弱さなどについては引き続き慎重に見極める必要があるだろう。

住宅投資は、消費税増税に伴う反動減の剥落や良好な雇用・所得環境などを背景に、先行指標である住宅着工が持ち直しの動きを続けていることを踏まえると、今後も緩やかな回復が続く公算が大きい。

輸出は、先進国を中心に経済成長率が徐々に高まる中で再び増加傾向に転じると見込むものの、米国企業部門や中国経済の先行き不透明感が依然として強く、輸出の回復がもたつくリスクがある点には注意が必要である。2015年1-3月期に特殊要因などで大きく減速した米国経済は4-6月期に持ち直しており、今後も堅調に推移すると想定している。米国景気の回復は米国向け輸出のみならず、米国を最終需要地とするアジア向け中間財輸出の増加にも寄与することになる。欧州経済については、欧州中央銀行（ECB）による追加金融緩和の効果などから持ち直しの動きが続いており、欧州向け輸出は今後も底堅く推移する見通しである。経済成長の減速

傾向が続く中国に関しては、中国人民銀行（中央銀行）が金融緩和姿勢を強めていることなどから、景気は腰折れせずに緩やかながらも拡大基調を維持するとみている。ただし、企業収益の鈍化などを受けて米国の設備投資に下振れリスクが残っていること、中国の景気減速になかなか歯止めが掛からないこと、などは引き続き要注意である。

設備投資は、国内需要の回復を背景に振れを伴いながらも緩やかに持ち直すとみている。先行指標である機械受注の増加傾向が続いていることに加えて、日銀短観などのアンケート調査の設備投資計画も総じて底堅い。従前より設備の不足感が高まっている非製造業に加えて、製造業でも設備過剰感の解消が続くと見込まれることもプラス材料である。加えて、これまでの円安進行に伴い、一部製造業において国内生産比率を高める動きが見られていることや、原油安に伴う企業収益の改善なども設備投資を後押しする材料となろう。ただし、上記の個人消費や輸出が大きく下振れする場合には、生産減少や設備稼働率の低下などを経由して設備投資の回復にも影を落とす可能性がある点には留意する必要がある。