

2015年9月8日 全4頁

Indicators Update

2015年4-6月期 GDP 二次速報

一次速報から上方修正されたが、内容は良くない

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（二次速報）は前期比年率▲1.2%（前期比▲0.3%）と、一次速報（前期比年率▲1.6%、前期比▲0.4%）から上方修正され、市場コンセンサス（前期比年率▲1.6%、前期比▲0.4%）も上回った。実質GDP成長率の改訂幅が小幅なものに留まったことなどを総合的に評価すると、今回の二次速報は、日本経済が輸出と消費の弱さを背景に「踊り場」局面入りしたという当社のこれまでの見方を再確認させる結果だと言えよう。
- 一次速報からの改訂内容を需要項目別に見ると、設備投資が下方修正される一方で、在庫投資が予想以上の上方修正となり、全体を押し上げた。在庫投資は前期比寄与度+0.3%ptと一次速報（同+0.1%pt）から上方修正となり、市場予想（同+0.2%pt）を上回った。形態別に見ると、在庫投資の4形態全てが上方修正され、3形態（「製品在庫」、「原材料在庫」、「流通在庫」）で在庫が増加している。足下で、在庫積み上がりの様相が強まっている点に留意が必要であろう。

※当社は、本日中に「第186回 日本経済予測（改訂版）」の発表を予定している。

		2014			2015		
		4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	
						一次速報	二次速報
実質国内総生産(GDP)	前期比%	▲ 2.0	▲ 0.3	0.3	1.1	▲ 0.4	▲ 0.3
	前期比年率%	▲ 7.6	▲ 1.1	1.3	4.5	▲ 1.6	▲ 1.2
民間最終消費支出	前期比%	▲ 5.0	0.3	0.3	0.4	▲ 0.8	▲ 0.7
	前期比%	▲ 10.9	▲ 6.3	▲ 0.6	1.7	1.9	1.9
	前期比%	▲ 4.2	▲ 0.2	0.1	2.6	▲ 0.1	▲ 0.9
	前期比寄与度%pt	1.2	▲ 0.5	▲ 0.2	0.5	0.1	0.3
政府最終消費支出	前期比%	0.1	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5
	前期比%	0.4	1.6	0.2	▲ 1.4	2.6	2.1
財貨・サービスの輸出	前期比%	0.6	1.8	2.8	1.6	▲ 4.4	▲ 4.4
	前期比%	▲ 3.9	0.9	0.8	1.8	▲ 2.6	▲ 2.6
内需寄与度	前期比寄与度%pt	▲ 2.8	▲ 0.4	0.0	1.2	▲ 0.1	▲ 0.0
外需寄与度	前期比寄与度%pt	0.9	0.1	0.3	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.3
名目GDP	前期比%	0.2	▲ 0.6	0.8	2.1	0.0	0.1
	前期比年率%	0.7	▲ 2.4	3.2	8.9	0.1	0.2
GDPデフレーター	前年比%	2.2	2.1	2.4	3.5	1.6	1.5

(注1) 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。

(注2) 前期比、前期比年率は季節調整値、前年比は原系列。

(出所) 内閣府統計より大和総研作成

実質 GDP 成長率は一次速報から上方修正

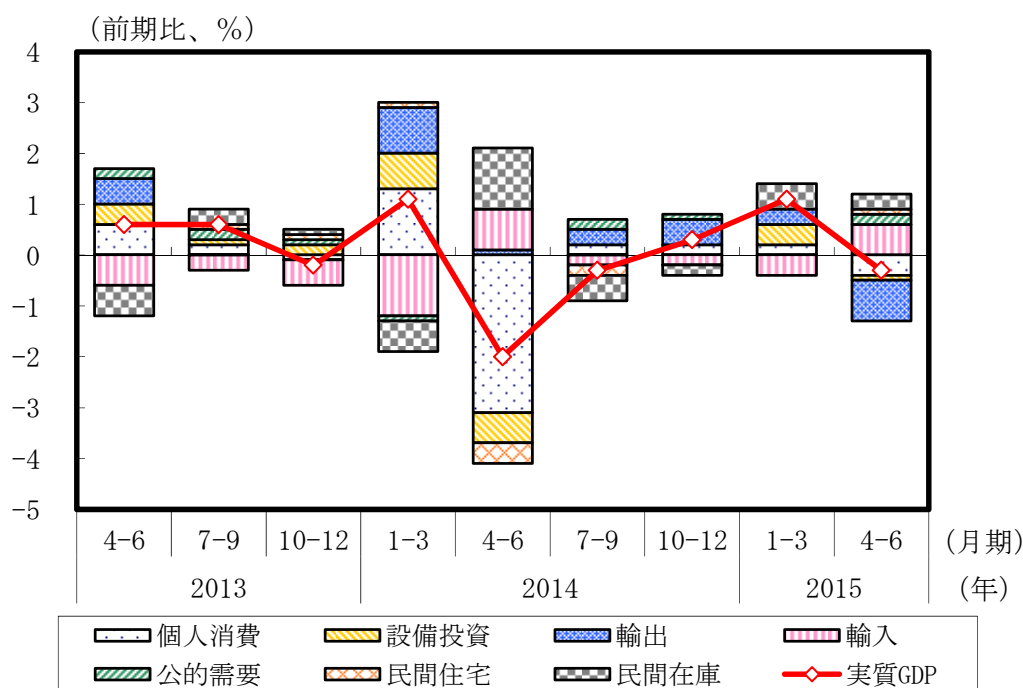
2015年4-6月期の実質GDP成長率（二次速報）は前期比年率▲1.2%（前期比▲0.3%）と、一次速報（前期比年率▲1.6%、前期比▲0.4%）から上方修正され、市場コンセンサス（前期比年率▲1.6%、前期比▲0.4%）も上回った。今回の結果が市場コンセンサスに比べて上振れしたのは、在庫投資の上方修正幅が事前予想を上回ったことによる。実質GDP成長率の改訂幅が小幅なものに留まったことなどを総合的に評価すると、今回の二次速報は、日本経済が輸出と消費の弱さを背景に「踊り場」局面入りしたという当社のこれまでの見方を再確認させる結果だと言えよう。ただし、設備投資が下方修正される中で在庫が予想以上に積み上がっているため、改訂の内容は良くない。

設備投資が下方修正された一方で、在庫投資が予想以上の上方修正

一次速報からの改訂内容を需要項目別に見ると、設備投資が下方修正される一方で、在庫投資が予想以上の上方修正となり、全体を押し上げた。法人企業統計の結果などを受けて、設備投資は前期比▲0.9%となり、一次速報（同▲0.1%）から下方修正された。在庫投資は前期比寄与度+0.3%ptと一次速報（同+0.1%pt）から上方修正となり、市場予想（同+0.2%pt）を上回った。形態別に見ると、在庫投資の4形態全てが上方修正され、3形態（「製品在庫」、「原材料在庫」、「流通在庫」）で在庫が増加している。足下で、在庫積み上がりの様相が強まっている点に留意が必要であろう。

他方、公共投資は一次速報から下方修正されたもののGDPへの影響は限定的なものに留まっており、住宅投資と輸出入は一次速報から横ばい、個人消費と政府消費は一次速報から上方修正された。

実質 GDP の推移



(出所)内閣府統計より大和総研作成

需要項目別動向：輸出と消費の弱さが全体を押し下げる構図は変わらず

2015年4-6月期（二次速報）の結果を基に需要項目の動向を改めて確認すると、個人消費は前期比▲0.7%（一次速報：同▲0.8%）と4四半期ぶりに減少し、これまでの回復傾向が一段落した。家計の雇用環境は改善傾向が続いているものの、①マクロの実質雇用者報酬が同▲0.2%（一次速報：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。

住宅投資は前期比+1.9%（一次速報：同+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月期から持ち直しの動きが出ている。進捗ペ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▲0.9%（一次速報：同▲0.1%）と3四半期ぶりの減少となり、これまでの増勢に一段落が見られる。ただし、企業の設備過剰感の解消や企業収益の改善傾向など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、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、先行きについて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+2.1%（一次速報：同+2.6%）と2四半期ぶりに増加した。今回の結果は堅調だと評価できるものの、足下では、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。このため先行きについては、仮に追加の経済対策が打たれなければ、徐々に減少傾向に転じるとみている。

輸出は前期比▲4.4%（一次速報：同▲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。輸入についても内需の減速に沿う形で前期比▲2.6%（一次速報：同▲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（一次速報：同▲0.3%pt）と2四半期連続のマイナスとなった。

日本経済は徐々に持ち直すと予想するが、足下で先行きの不透明感が強まる

当社の基本シナリオとして、先行きの日本経済は徐々に持ち直すと予想している。実質GDPは、今回大きく押し下げに寄与した個人消費と輸出が反転し、均してみると設備投資も緩やかな持ち直しの動きを継続することで、2015年7-9月期に小幅ながらもプラス成長に戻ると想定している。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。2015年4-6月期は最終需要が弱い中で在庫が積み上がっている。このため、早ければ7-9月期にも在庫調整圧力が強まると考えている。加えて、月次指標の動向等を踏まえると、足下で個人消費や輸出の持ち直しペースが緩慢なものに留まる可能性が生じている。

個人消費については、良好な雇用・所得環境を主因に、緩やかに持ち直すと考えている。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前年度比+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年連続で増加した見込みであること、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。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持ち直す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内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、景気は大きく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の兆しが見られないこと、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もみている。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予想より下振れする場合には、国内生産の減少や設備稼働率の低下などを經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。