

# 2015年1～3月期GDP速報と先行き経済への視点

## ～原油安局面継続による実質賃金上昇を期待～

調査情報担当室 竹田 智哉

### 1. GDP速報から見た足下の経済物価情勢

#### 1-1. 景気底打ち後も足取りは重い我が国経済

2015年1～3月期のGDP成長率（1次速報値、2015年5月20日内閣府公表）は、実質は0.6%（年率2.4%）、名目は1.9%（同7.7%）とともに2四半期連続のプラス成長となった（図表1、2）。成長率のプラス幅は2014年10～12月期と比べて名実ともに拡大したが、実質については民間在庫品増加の押し上げ（寄与度<sup>1</sup>0.5%ポイント）、名目については原油安を受けた名目輸入の落ち込み（前期比▲6.4%、寄与度1.4%ポイント）という特殊要因が伸びの大宗を占めていることを踏まえると、景気回復の勢いが加速化したとは言い難い。実際、近年の景気回復局面において成長のけん引役となってきた民間最終消費支出（実質では前期比0.4%、寄与度0.2%ポイント）や輸出（実質では前期比

図表1 GDP成長率と構成要素別の成長率の推移(季節調整値、前期比(%))

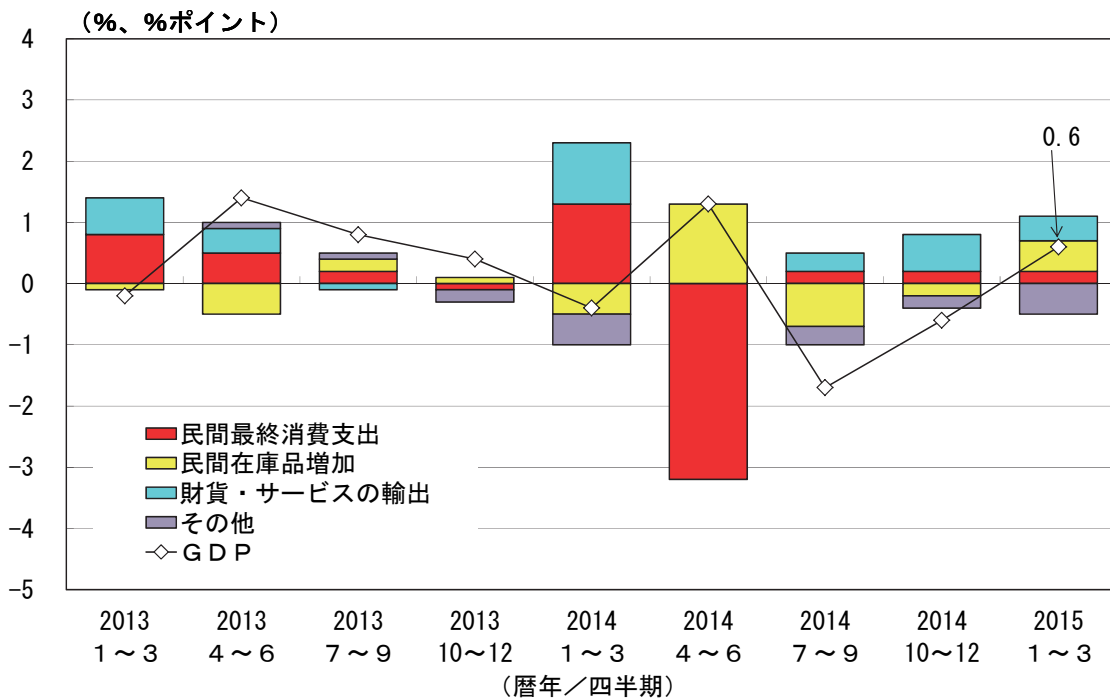
	2013 (年度)	2014 (年度)	2014 1～3	4～6	7～9	10～12	2015 1～3
実質GDP	2.1	▲1.0	1.2	▲1.8	▲0.5	0.3	0.6
内需	(2.6)	(▲1.6)	(1.5)	(▲2.8)	(▲0.6)	(0.0)	(0.8)
民間最終消費支出	2.5	▲3.1	2.1	▲5.1	0.3	0.4	0.4
民間住宅投資	9.3	▲11.6	2.0	▲10.8	▲6.4	▲0.6	1.8
民間企業設備投資	4.0	▲0.5	5.9	▲5.2	▲0.1	▲0.0	0.4
民間在庫品増加	(▲0.5)	(0.5)	(▲0.5)	(1.3)	(▲0.7)	(▲0.2)	(0.5)
政府最終消費支出	1.6	0.5	▲0.3	0.4	0.2	0.3	0.1
公的固定資本形成	10.3	2.0	▲0.9	0.7	1.6	0.1	▲1.4
公的在庫品増加	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(▲0.0)	(▲0.0)	(0.0)
外需	(▲0.5)	(0.6)	(▲0.3)	(1.1)	(0.1)	(0.3)	(▲0.2)
財貨・サービスの輸出	4.4	8.0	6.1	▲0.0	1.6	3.2	2.4
財貨・サービスの輸入	6.7	3.7	6.6	▲5.2	1.1	1.4	2.9
名目GDP	1.8	1.4	1.5	▲0.0	▲0.6	0.7	1.9
名目雇用者報酬	1.0	1.7	0.3	0.7	0.6	0.2	0.0

(注) 内需、外需、民間在庫品増加、公的在庫品増加の数値は実質GDPへの寄与度。

(出所) 内閣府『2015年1～3月期四半期別GDP速報（1次速報値）』

<sup>1</sup> 実質GDPへの寄与度。以下同じ。

図表2 実質GDP成長率（季節調整値）と需要項目別寄与度



(注1) GDPは前期比、他はGDPへの寄与度。

(注2) その他内需は民間在庫品増加を除く内需各項目の寄与度の和として計算した。

(出所) 内閣府『2015年1~3月期四半期別GDP速報(1次速報値)』

2.4%、寄与度0.4%ポイント)の伸びは力強さを欠いた状況が続いており、政府の景気判断でも個人消費や輸出には比較的慎重な見方が続いている<sup>2</sup>。

先行き景気については、この両者が本格的な回復へ向かうかが鍵を握ると考えられる。そのためには、①民間最終消費については、名目賃金が基調的に上昇し続けることができるか<sup>3</sup>、原油安を受けた物価押下げ圧力と相まって実質賃金の上昇が実現することができるか<sup>4</sup>、②輸出については、原油安局面下での新興国経済の減速やギリシャをめぐる欧州経済の不透明感が続く中で、世界経済が堅調な回復を続けられるかどうか<sup>5</sup>がポイントとなる。

<sup>2</sup> 内閣府『月例経済報告』各月版、日本経済新聞(2015.3.24)。なお、2015年3月には景気の基調判断が8か月振りに引き上げられているが、その主な理由は生産の持ち直しである。

<sup>3</sup> 厚生労働省『毎月勤労統計調査』は、2015年4月の遡及改訂により、賃金に関する指標(前年同期比、以下同じ)は従来の値より下方改訂された。特に、改訂前は2014年6月以降上昇傾向が続いていた「所定内給与」(ボーナスや残業代などを含まないいわゆる固定給、事業所規模5人以上)は、改訂後は一進一退の状況にあり、2015年3月の段階でも2014年7月と同程度の水準にとどまっている(厚生労働省『毎月勤労統計調査 平成27年3月分確報』)。

<sup>4</sup> 「きまって支給する給与」(事業所規模5人以上、「所定内給与」(脚注3)と「所定外給与」(残業代等)の和)を消費者物価指数(持家の帰属家賃を除く総合指数)で割り引いた実質賃金(前年同期比)は減少が続いているが、減少幅は2014年8月を底に縮小傾向が見られる。

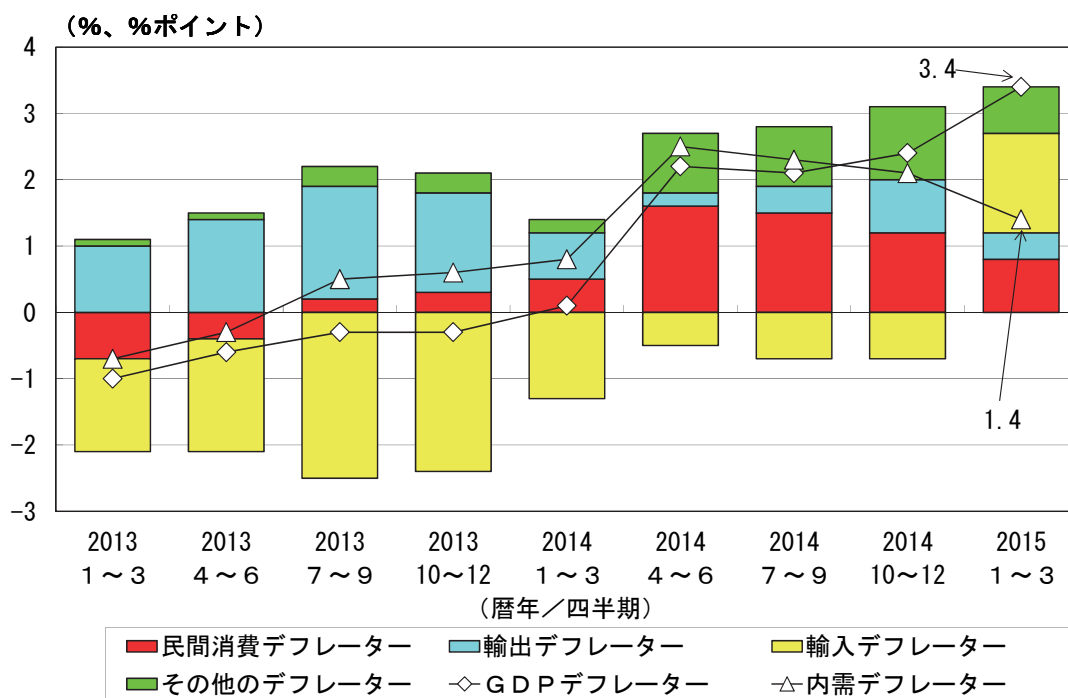
<sup>5</sup> IMFが2015年4月15日に公表した“World Economic Outlook”では、原油安等を背景に、2015年は先進国経済が拡大する一方、新興国経済が若干減速することを見込んでいる。

なお、今回の実質GDP成長率の押し上げに寄与した在庫投資に関しては、在庫の積み増し（増額）によるものではなく、「マイナス額の減額」による寄与度増大であることから、景気への悪影響を過度に心配する必要はないと思われる。

## 1-2. 原油安で物価上昇は頭打ち

2015年1～3月期の物価指標（前年同期比、以下同じ）の動向を見ると（図表3）、我が国の全般的な物価水準を表すGDPデフレーターは3.4%、輸出入物価の影響を除いた内需デフレーターは1.4%とともにプラスが続いた。ただし、消費税率引上げの影響が続く中でも内需デフレーターのプラス幅は縮小しており<sup>6</sup>、これは原油安などを背景とした民間消費デフレーターの頭打ちが主な理由である<sup>7</sup>。また、GDPデフレーターは、国内要因による物価上昇圧力は弱

図表3 GDPデフレーターの推移（前年同期比）と寄与度



(注1) GDPデフレーター、内需デフレーターは前年同期比。それ以外は、GDPデフレーターへの寄与度。

(注2) 各項目別デフレーターのGDPデフレーターへの寄与度は、各項目の名目成長率への寄与度と実質成長率への寄与度の差として計算した。

(出所) 内閣府『2015年1～3月期四半期別GDP速報（1次速報値）』より作成。

<sup>6</sup> 図表3のデータは前年同期比であるので、2015年1～3月期までは消費税率引上げによる影響が残る。なお、2014年度において、消費税率引上げがGDPデフレーターに及ぼす影響は、前年比1.4%ポイント程度と試算している（内閣府『日本経済2014-2015』）。

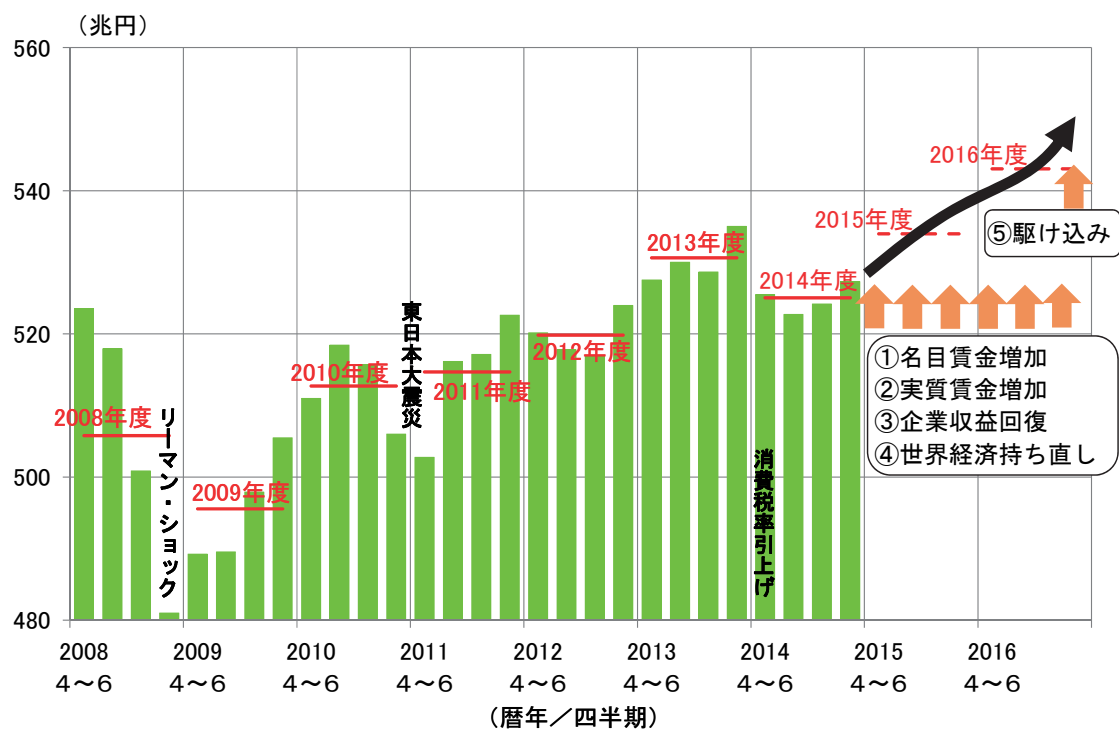
<sup>7</sup> 民間消費デフレーターと概念の近い消費者物価指数（前年同月比）は、2014年4月に伸び率が3%台半ば程度に急上昇したが、そのプラス幅は徐々に低下し、11月以降は2%台半ば程度の水準で推移している（総務省『消費者物価指数 全国』（2015年3月分及び2014年度平均））。

まっているものの、原油安を背景とした輸入デフレーターの落ち込みという特殊要因が大きい<sup>8</sup>。今後景気が回復していけば物価に上昇圧力がかかってくと考えられるが、原油安が続くならばその足取りは重いものとなろう。

## 2. 先行き景気のシナリオ～実質所得増で民間消費が再び主役に

今回のGDP速報を受けた民間シンクタンクの短期経済見通しを集計<sup>9</sup>すると、2015、2016年度の実質GDP成長率はいずれも1%台後半程度となっており、堅調な景気回復が見込まれている。この背景となる各シンクタンクが想定する先行き景気のシナリオは、おおむね以下のとおりである（図表4）。

図表4 民間シンクタンクのシナリオにおける景気動向（イメージ）



（注）棒グラフは各四半期の実質GDP（実績値、季節調整値）、赤色の水平線は各年度の実質GDPを示す（実線は実績値、点線は民間シンクタンクの見通しの平均値で成長した場合の予測値）。また、矢印線は、民間シンクタンクのシナリオに沿って景気の先行きをイメージしたもの。

（出所）内閣府『2015年1～3月期四半期別GDP速報（1次速報値）』、シンクタンク資料等より作成。

<sup>8</sup> 統計の定義上、輸入デフレーターが上昇すると、その他条件を一定にするとGDPデフレーターは下落する。これは、名目値＝実質値×デフレーターという関係から、輸入デフレーターの上昇は名目輸入額を押し上げるため、名目GDPを押し下げるからである。なお、これは実質値を固定した場合であり、名目値を固定した場合は実質輸入の押下げ＝実質GDPの押し上げとなる。

<sup>9</sup> 本稿では、本稿執筆時点で公表された7機関の数値を集計した。

兩年度を通じて、①円安及び原油安が続く中で企業収益が拡大し、労働市場のひっ迫化も相まって名目賃金の伸びが続く<sup>10</sup>。②原油安や消費税増税の影響はく落などにより物価上昇の勢いが頭打ちとなり、実質賃金も増勢に転じるため、民間最終消費が増加し景気回復をけん引する。また、③好調な企業収益の下で民間企業設備投資も押し上げられ、④米国を中心に世界経済が緩やかに持ち直すことから、輸出も堅調に推移する。加えて、⑤2016年度末（2017年1～3月期）には、2017年4月予定の消費税率引上げ前の駆け込み需要が再び発生することが見込まれている。

今回の民間シンクタンクの見通しは、前回の2015年2月時点の見通しと比べると<sup>11</sup>、原油安による恩恵を織り込んだシナリオや各種指標の水準感にほとんど変更はなく、目立った相違点は株価の上方修正、原油価格の若干の上方修正と米国経済成長率の下方修正などにとどまっている。なお、原油価格については、2015年初に底を打ち、若干上昇方向に転じているものの、その伸びは限定的であると見られており、局面としての原油安は続くと見られている。

### 3. 景気シナリオのリスク要因～中国経済への警戒感がやや強まる

2節で述べた民間シンクタンクのシナリオに対しては、(1)中国経済の不動産バブル崩壊、(2)ギリシャ問題、(3)米国経済の減速、(4)地政学的リスクなどいずれも下振れリスク要因が指摘されている（図表5）。

それぞれの下振れリスクを見ると、(1)の中国経済の不動産バブル崩壊については、中国国内の不動産価格が下落する中で、ストック調整やそれに伴う地方政府などの債務不履行の拡大が中国経済への下押し圧力となることに加え、中国及び国際的な信用不安を引き起こすことが危惧されている。さらに、中国では、成長率の鈍化を背景に2015年頭に金融緩和政策が講じられていることから<sup>12</sup>、足下で見られる株式市場などのバブル的な状況に拍車がかかり、その後の資産価格急落による景気減速の強まりや信用不安の発生が懸念されている。

(2)のギリシャ問題については、財政緊縮策など金融支援を受ける条件についてギリシャとEU等との協議が続く中で、特に6月にはIMFへの融資資金の返済や国内での年金支払い期限が到来することを背景に<sup>13</sup>、ギリシャの資

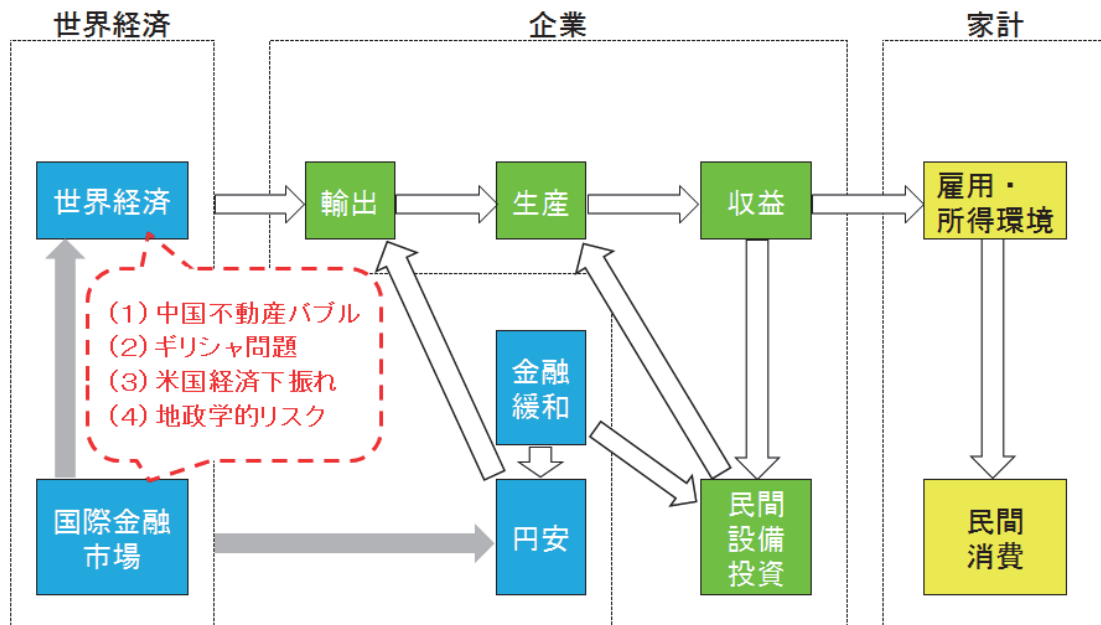
<sup>10</sup> 脚注3で述べた賃金統計の下方修正は、シナリオにおいては特段材料視されていない。

<sup>11</sup> 2月時点の見通しの詳細については、拙稿「2014年10～12月期GDP速報と先行き経済への視点」『経済のプリズム』第137号、参議院事務局企画調整室（2015.3）を参照。

<sup>12</sup> みずほ総合研究所『2015・16年度 内外経済見通し』などが詳しい。

<sup>13</sup> 読売新聞（2015.5.13）。また、7～8月には計100億ユーロの国債償還が必要となる（日本経済新聞（2015.5.13））。

図表5 先行きの経済シナリオのリスク要因



(注) 一般に理解される経済の波及経路をイメージした。下振れリスク要因は、赤色点線の吹き出しで示している。また、実線白抜き矢印はプラスの効果、灰色の矢印は単純にプラスあるいはマイナスの効果とは言えない場合をイメージしている。

(出所) 筆者作成

金繰りの更なる悪化により国債のデフォルトが発生し、欧州の信用不安の再発へつながることが危惧されている。また、デフォルトに至らない場合でも、既にギリシャ経済には様々な疲弊<sup>14</sup>が見られており、ギリシャ問題の長期化によって持ち直しつつある欧州経済へ悪影響が及ぶことも懸念される。

(3) の米国経済の減速リスクは、今後続くと見られるドル高 (=円安、ユーロ安) や米国FRBの利上げによる長期金利の上昇が米国経済を減速させる可能性が指摘されている<sup>15</sup>。このリスクが顕在化した場合、欧州や中国を始めとして、世界経済の回復にも影を落とすこととなるだろう

(4) の地政学的リスクについては、国際紛争などの発生地点が特定地域に限定されておらず、政治的な色彩が極めて強いことから、その先行き自体は予見が難しいと考えられる。リスクに伴う悪影響としては、国際金融市場への悪影響を通じて国際的な信用不安へとつながることが懸念されている。また、仮に信用不安にまで至らなかったとしても、原油安継続という想定の下で描かれている2節のシナリオについては、再検討が必要になる可能性もある。

<sup>14</sup> 民間部門での支払い遅延や国内銀行の預金急減など (日本経済新聞 (2015. 5. 13))。

<sup>15</sup> 具体的には、ドル高による企業収益の悪化や、長期金利の上昇による住宅投資の押下げなど。

#### 4. おわりに

2015年1～3月期は、2四半期連続のプラス成長となり、成長率のプラス幅も拡大した。しかし、特殊要因の影響が大きく、輸出と民間最終消費にまだ力強さが見られないことから、景気の足取りは重いと言えよう（1-1節）。先行きに関しては、原油安局面が続くと見られる中で、輸出については世界経済の成長継続が、民間最終消費については実質賃金のプラス転化がポイントとなる。なお、物価については、原油安を背景に騰勢が頭打ちになっている（1-2節）。

先行き見通しについては、企業収益の好調さなどを背景に名目賃金が伸びていくことに加え、円安及び原油安局面が続く中で物価上昇の勢いが頭打ちとなることから、実質賃金も上向きに転じると見られている（2節）。その結果、2015年度以降は民間最終消費を中心とした景気回復が進むと見込まれており、また2016年度末には再び駆け込み需要が起こることが想定されている。

一方、先行き見通しのリスク要因については、世界経済に関わる4要因が指摘されているが（3節）、いずれも海外における政策対応や政治的な動向に左右されるため、不確実性の払拭には時間を要すると考えられる。なお、従来よりも（1）の中国経済の警戒感がやや強まっている。

#### 補論1 2014年度のGDP～想定を超えた駆け込み需要の「反動」

今回のGDP速報では、2014年度のGDP成長率も公表され、実質▲1.0%（2009年度以来のマイナス成長）、名目1.4%（3年連続のプラス成長）となった（補論図表1）。2014年度は、年度前半は消費税率引上げ前の駆け込み需要（2014年1～3月期を中心に発生）の「反動」により景気は想定以上に落ち込み、景気は調整局面に陥った。その後、調整局面は早期に終了し、年度後半には景気は底打ちしたものの、景気回復の足取りは重い状況が続いている。ただし、国際的な原油価格が2014年央をピークに急落に転じ、その後国内物価の騰勢が頭打ちとなったことから、実質賃金の下押し圧力が和らぐという明るい兆しも現れている。

成長率の内訳を見ると、やはり2014年4～6月期の「反動」による大幅な落ち込み（図表1参照）が大きく、民需は在庫を除き揃ってマイナス成長となった。特に、民間最終消費（前年度比▲3.1%、寄与度▲1.9%ポイント）は、現行基準の統計が公表されている1995年度以降では最大の落ち込み幅となっており、外需（寄与度0.6%ポイント）などの貢献を大きく上回り、2014年度のマイナス成長を決定付ける要因となった。

なお、2014年度のGDP実績値と2015年2月閣議決定の平成27年度政府経

済見通し(平成 26 年度実績見込み)を対比すると、民間設備投資を中心に民需が政府経済見通しを下回ったため、GDP 成長率は名実ともに政府経済見通しを下回った。物価については、政府経済見通しでは概して実績よりも強く見込まれる傾向がある中で<sup>16</sup>、今回は GDP デフレーターについては政府経済見通しの方が実績値よりも低いという結果となった。ただし、消費者物価指数についてはやはり政府経済見通しの方が高いことを踏まえると、物価の見通しを慎重に見たというよりは、政府経済見通しの想定よりも原油安が進んだこと<sup>17</sup>など技術的な要因が一因と考えられる。

補論図表 1 2014 年度の GDP 構成要素別成長率と政府経済見通し

	実績値	政府経済見通し
実質 GDP	▲ 1.0	▲ 0.5
内需	(▲ 1.6)	(▲ 1.0)
民間最終消費支出	▲ 3.1	▲ 2.7
民間住宅投資	▲ 11.6	▲ 10.7
民間企業設備投資	▲ 0.5	1.2
民間在庫品増加	(0.5)	(0.4)
政府最終消費支出	0.5	0.9
公的固定資本形成	2.0	2.4
外需	(0.6)	(0.5)
財貨・サービスの輸出	8.0	6.0
財貨・サービスの輸入	3.7	2.5
名目 GDP	1.4	1.7
名目雇用者報酬	1.7	2.1
GDP デフレーター	2.5	2.2
消費者物価指数	2.9	3.2

(注 1) 政府経済見通しは、2014 年度(実績見込み)の対前年度比増減率。

(注 2) 内需、外需、民間在庫品増加の数値は寄与度。  
(出所) 内閣府『2015 年 1～3 月期四半期別 GDP 速報(1 次速報値)』、『平成 27 年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度』、総務省『消費者物価指数 全国』(2015 年 3 月分及び 2014 年度平均)。

## 補論 2 原油価格上昇による名目 GDP への影響(モデル試算)

本論で見たように、民間シンクタンクの先行き景気のシナリオでは、名目賃金の上昇に加え、原油安局面が続くことから実質賃金が上昇に転じ、民間最終消費がけん引する形で景気回復が進むと見られており、この見方は、2014 年 10～12 月期 GDP 速報(1 次速報値)が公表された前回の 2015 年 2 月時点の見通しと同じである。この点について、脚注 11 の拙稿では、原油価格が上昇に転じた場合についてシミュレーションを行い、物価上昇により実質賃金が押し下げられ、実質民間消費及び実質 GDP が減少するという結果を得た。

<sup>16</sup> この点及び平成 27 年度政府経済見通し全体については、鈴木克洋・竹田智哉「アベノミクス 3 年目の経済の行方」『立法と調査』362 号(2015. 3) 35～40 頁を参照。

<sup>17</sup> 1-2 節で述べたように、2015 年 1～3 月期は、内需デフレーターはプラス幅が縮小した中で、原油安を背景に輸入デフレーターが下落したことから、計算上は GDP デフレターのプラス幅は拡大した。政府経済見通しにおいても、想定より原油安が進行したことにより、同様のことが起きた可能性があると考えられる。



さらに、原油価格の上昇は、物価上昇につながるだけではなく、その分我が国全体の所得が海外へ流出するがい然性が高いと考えられることから<sup>18</sup>、名目賃金の「原資」が減るという経路で実質賃金への押下げ圧力となることも想定される。なお、企業が賃金を維持しようとするならば、企業収益の押下げを通じて民間設備投資の減少につながる事となるだろう。

そこで、民間シナリオに沿って原油価格が緩やかに上昇していく場合（標準シナリオ）と、標準シナリオよりも急上昇する場合（リスクシナリオ）とを比べ<sup>19</sup>、その影響を所得流出という観点からマクロモデルで試算した（補論図表2）<sup>20</sup>。試算によると、「原資」の減少額すなわち海外への所得流出である「交易損失」<sup>21</sup>額が2016年度には4兆円強拡大している。それによる雇用者報酬の押下げと民間最終消費の落ち込みは軽微であるものの、企業収益の悪化を通じて民間企業設備投資を押し下げており、輸入の増加と相まって名目GDP成長率が2016年度には0.6%ポイント程度減少するという結果になった。

補論図表2 原油価格の上昇度合いが強まった場合の影響（試算）

（単位：%、%ポイント）

	2015年度			2016年度		
	リスクシナリオ(B)	標準シナリオ(A)	差(B)-(A)	リスクシナリオ(B)	標準シナリオ(A)	差(B)-(A)
交易損失(兆円)	20.7	18.4	2.4	24.4	20.0	4.4
名目雇用者報酬	1.1	1.1	▲0.0	0.6	0.7	▲0.1
名目民間最終消費	1.1	1.1	0.0	2.5	2.6	▲0.1
名目民間企業設備投資	3.9	3.9	▲0.0	3.6	4.0	▲0.4
名目GDP	1.9	2.4	▲0.5	1.6	2.3	▲0.6

（注1）「標準シナリオ(A)」は原油安が続く場合、「リスクシナリオ(B)」は標準シナリオより原油価格が上昇する場合を示す。

（注2）交易損失は、交易利得（脚注21参照）のマイナス額である。

（注3）四捨五入の関係で、両シナリオの伸び率の差分と「差」が一致しないことがある。

（内線 75043）

<sup>18</sup> この理由は、原油及びエネルギー関連製品は代替品が乏しく、企業のみならず家計においても一般的な工業製品と比べて数量調整は容易ではないと考えられることから、原油価格の上昇は、おおむねそのまま新たな負担となる＝所得が海外へと流出すると見込まれるからである。

<sup>19</sup> 原油価格については、試算に用いたマクロ計量モデルの構造上、我が国の通関輸入原油価格を用いた。なお、原油価格の想定については、標準シナリオでは、2015年1～3月期を底にその後は極めて緩やかに上昇していくとした。一方、リスクシナリオでは、標準シナリオと比べて上昇ペースが2015年度は10ドル/バレル、2016年度は20ドル/バレル高まると仮定した。

<sup>20</sup> 試算はマクロモデルによるものであり、結果は幅を持って見るべきものである。

<sup>21</sup> 輸入価格の上昇による支払増加分から、輸出価格への転嫁分を差し引いたネットの所得流出額の実質価値「交易利得」が負の値であるときの呼称。詳細は、拙稿「原材料価格の上昇が引き起こす所得流出」『経済のプリズム』第58号、参議院事務局企画調整室(2008.8)を参照。