

2013年7～9月期GDP速報と先行き経済への視点

～根強く残る、海外の政策対応に依存した先行きリスク～

調査情報担当室 竹田 智哉

1. 回復基調を維持した我が国経済

2013年7～9月期のGDP成長率（1次速報値、2013年11月14日内閣府公表）は、実質は0.5%（年率1.9%）、名目は0.4%（同1.6%）となり、いずれも4四半期連続のプラス成長となった（図表1、2）。内訳を見ると、平成24年度補正予算に基づく「緊急経済対策」¹を背景とした公的固定資本形成（前期比6.5%、寄与度²0.4%ポイント）の伸びと、民間在庫品増加（寄与度0.4%ポイント）³による押上げが成長の大半を説明している。対照的に、株価の頭打

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(%))

	2011 (年度)	2012 (年度)	2012 7～9	10～12	2013 1～3	4～6	7～9
実質GDP	0.3	1.2	▲ 0.9	0.1	1.1	0.9	0.5
内需	(1.3)	(2.0)	(▲ 0.4)	(0.3)	(0.7)	(0.8)	(0.9)
民間最終消費支出	1.6	1.6	▲ 0.3	0.4	0.8	0.6	0.1
民間住宅投資	3.7	5.3	1.1	3.2	2.3	0.4	2.7
民間企業設備投資	4.1	▲ 1.3	▲ 3.3	▲ 1.2	0.1	1.1	0.2
民間在庫品増加	(▲ 0.5)	(▲ 0.1)	(0.0)	(▲ 0.2)	(▲ 0.0)	(▲ 0.1)	(0.4)
政府最終消費支出	1.4	2.1	0.4	0.6	0.0	0.8	0.3
公的固定資本形成	▲ 2.2	14.9	1.2	3.3	2.5	4.8	6.5
公的在庫品増加	(0.0)	(▲ 0.0)	(0.0)	(▲ 0.0)	(▲ 0.0)	(▲ 0.0)	(0.0)
外需	(▲ 1.0)	(▲ 0.8)	(▲ 0.5)	(▲ 0.1)	(0.4)	(0.1)	(▲ 0.5)
財貨・サービスの輸出	▲ 1.6	▲ 1.2	▲ 3.8	▲ 3.0	3.9	2.9	▲ 0.6
財貨・サービスの輸入	5.3	3.9	▲ 0.3	▲ 1.7	1.0	1.7	2.2
名目GDP	▲ 1.4	0.3	▲ 1.2	0.2	0.7	1.1	0.4
名目雇用者報酬	0.6	▲ 0.3	0.3	▲ 0.2	0.6	0.3	▲ 0.2

(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。

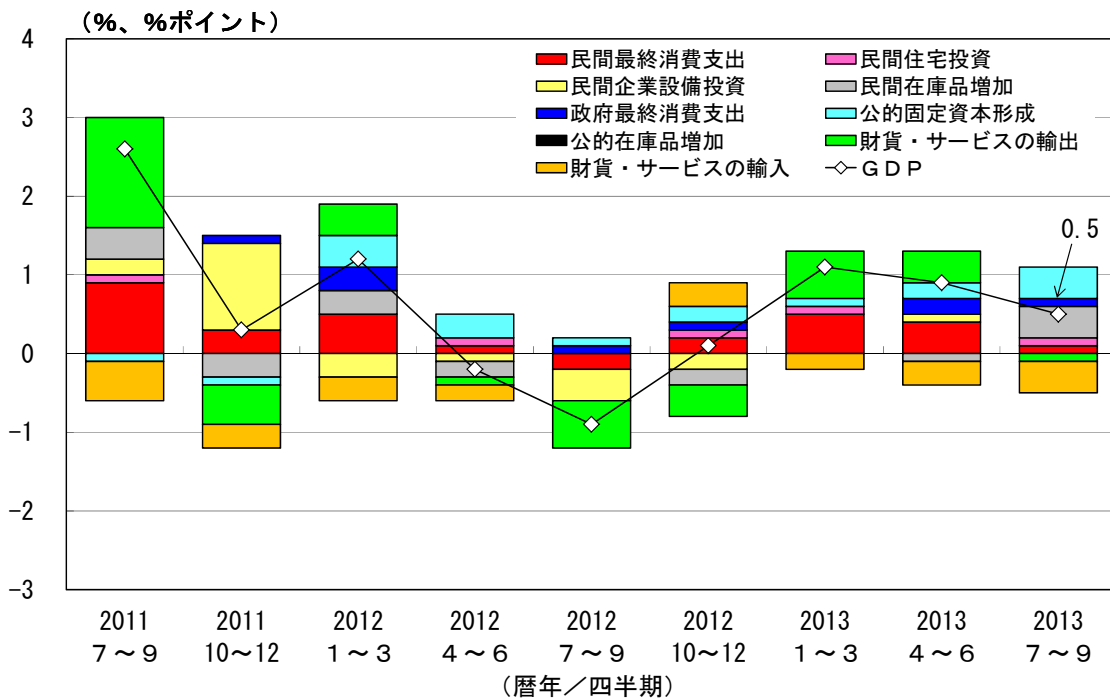
(出所) 内閣府『2013(平成25)年7～9月期四半期別GDP速報(1次速報値)』

¹ 「日本経済再生に向けた緊急経済対策」(2013年1月11日)。規模は国費ベースで10.3兆円程度、事業費ベースで20.2兆円程度である。

² 実質GDPへの寄与度。以下同じ。

³ 民間在庫品増加の拡大については、品目としては自動車(製品在庫)が挙げられている(内閣府『2013(平成25)年7～9月期GDP速報(1次速報値)～ポイント解説～』)が、それは売るために意図的に「増やした」のか、想定より売れなかったため「増えてしまった」のかについては不明であり、これにより判断も異なる。また、12月9日公表の2次速報値時点で民間在庫品に係る基礎統計が追加されることもあり、足下ではそれほど材料視されていない。

図表2 実質GDP成長率（季節調整値）と需要項目別寄与度



(注) GDPは前期比、他はGDPへの寄与度。

(出所) 内閣府『2013（平成25）年7～9月期四半期別GDP速報（1次速報値）』

ちなどを背景に、景気けん引役であった民間最終消費支出（前期比 0.1%、寄与度 0.1%ポイント）の伸びは鈍化し、また円安局面が続く中でも新興国経済の減速を受けて輸出（前期比▲0.6%、寄与度▲0.1%ポイント）も減少に転じており、2013年上半期と比べて自律的な成長とは言い難い構図となっている。

ただし、この結果については、2013年前半の高成長への反動という面が考えられること、水準では実質GDPはリーマン・ショック前を上回った⁴ことなどから、景気に対する基調的な判断については、従前と比べて大幅な変化は見られておらず、足下の景気は引き続き回復過程にあるとされている。政府においても、内閣府『月例経済報告』において、9月に景気への基調判断を上方修正し、本稿執筆時点で最新の11月時点まで判断を維持している^{5,6}。

次に、2013年7～9月期の物価指標（前年同期比、以下同じ）の動向を見る

⁴ 現行基準のGDP統計が公表されている1994年1～3月期以降で見て、2013年7～9月期の実質GDP（季節調整値）の金額は最大となっている（2位は2008年1～3月期）。

⁵ ただし、輸出については、9～11月の3か月連続で判断が下方修正されている。

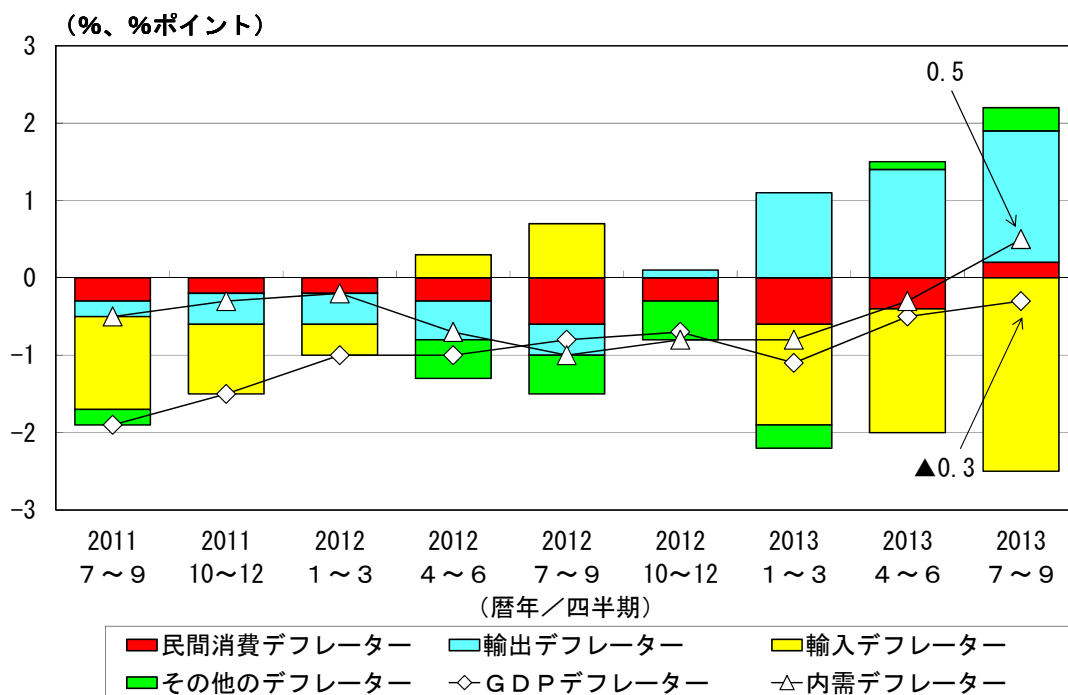
⁶ 内閣府『景気動向指数』で公表されている「一致指数の基調判断」（景気動向指数の1つである「C I一致指数」の累月的な変化が基準）は、2013年7月に「上方への局面変化」（事後的に判定される景気の谷が、それ以前の数か月にあった可能性が高いことを示す）から「改善」（景気拡張の可能性が高いことを示す）へと基調判断が上方修正されて以降、執筆時点で最新の統計（2013年9月（速報からの改訂状況））まで同じ判断が維持されている。

と、我が国の全般的な物価水準を表すGDPデフレーターは▲0.3%（図表3、—◇—）とマイナス幅が縮小し、GDPデフレーターから輸出入物価の変動を除いた内需デフレーターは0.5%（図表3、—△—）と5年ぶりのプラスとなった。

GDPデフレーターについては、円安局面が続く中で、輸入デフレーターによる押下げ（図表3、黄色部分）が輸出デフレーターによる押し上げ（図表3、水色部分）を大きく上回り、外需面ではデフレ圧力の拡大が見られたものの⁷、内需デフレーターのプラス転化によりマイナス幅は若干縮小している。

内需デフレーターの内訳を見ると、家計が直面する物価水準に近い民間消費デフレーター（図表3、赤色部分）の伸びが5年ぶりにプラスに転じ、その他の国内物価（図表3、緑色部分）も上昇幅が拡大している。なお、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）で月次の動向を見ると、6月にプラスに転じて以降、円安を受けたエネルギー関連価格上昇の影響等か

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 『2013（平成25）年7～9月期四半期別GDP速報（1次速報値）』より作成。

⁷ 輸入デフレーターが上昇すると、一義的には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し下げ＝実質GDPの押し上げとなる。

らプラス幅は徐々に拡大し、9月時点では1%を超える水準に達している⁸。

以上の点からは、最新のGDP統計自体は必ずしも良いとは言えない内容であったものの、総合的に見ると足下の景気は回復過程をたどり続けており、また物価のインフレ圧力は従来と比べ強まっている。ただし、物価については、円安等を背景に、エネルギー関連価格上昇によるインフレ圧力が大きい状況が続いている。特に、7月以降、物価上昇の勢いが強まる中で、足下では賃金上昇のスピードが追いついていないとは言えず⁹、需給のひっ迫に根差した健全な意味でのデフレ脱却の実現はいまだ楽観視はできない状況と言えよう。

2. 先行き景気のシナリオ～2014年度は新たな経済対策も加わり調整は軽い

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すると、(a) 2014年4月に消費税率引上げが実施され、(b) それに伴う駆け込み需要(2013年度中)とその反動減(2014年度初頭)が起こる中で、(c) 反動減の影響の緩和等を目的とした新たな経済対策(平成25年度補正予算)が講じられる¹⁰という条件の下、実質GDP成長率は、2013年度は2%台半ば程度、2014年度は0%台後半程度となっている。この背景にある先行き景気のシナリオについて、各シンクタンクの共通部分(以下「共通認識シナリオ」という。)をまとめると、以下のとおりである(図表4)。

まず、2013年度は、①(減衰はしながらも)「緊急経済対策」による押し上げ効果と、消費税率引上げ前の駆け込み需要¹¹の発生という、いわば「2つの政策効果」の貢献により成長が押し上げられるとともに、民需については、②冬季賞与の増加が見込まれる中¹²での民間最終消費支出の伸びと、企業収益の増大¹³を受けた民間設備投資の回復が見込まれる。次に、2014年度は、③「2つ

⁸ 総務省『消費者物価指数 全国』(2013年9月分)。また、いわゆるコア・コア指数(総合指数から食料(酒類を除く)及びエネルギーを除いた指数)も9月には0.0%と2008年12月以来4年9か月ぶりにマイナス圏から脱している。

⁹ 厚生労働省『毎月勤労統計調査』(平成25年9月分結果速報及び平成25年夏季賞与の結果、事業所規模5人以上)によると、2013年夏季賞与こそ前年比で2010年以来3年ぶりに増加したものの、賃金指数(現金給与総額、前年同月比)は2013年度に入っても一進一退の状況にある。

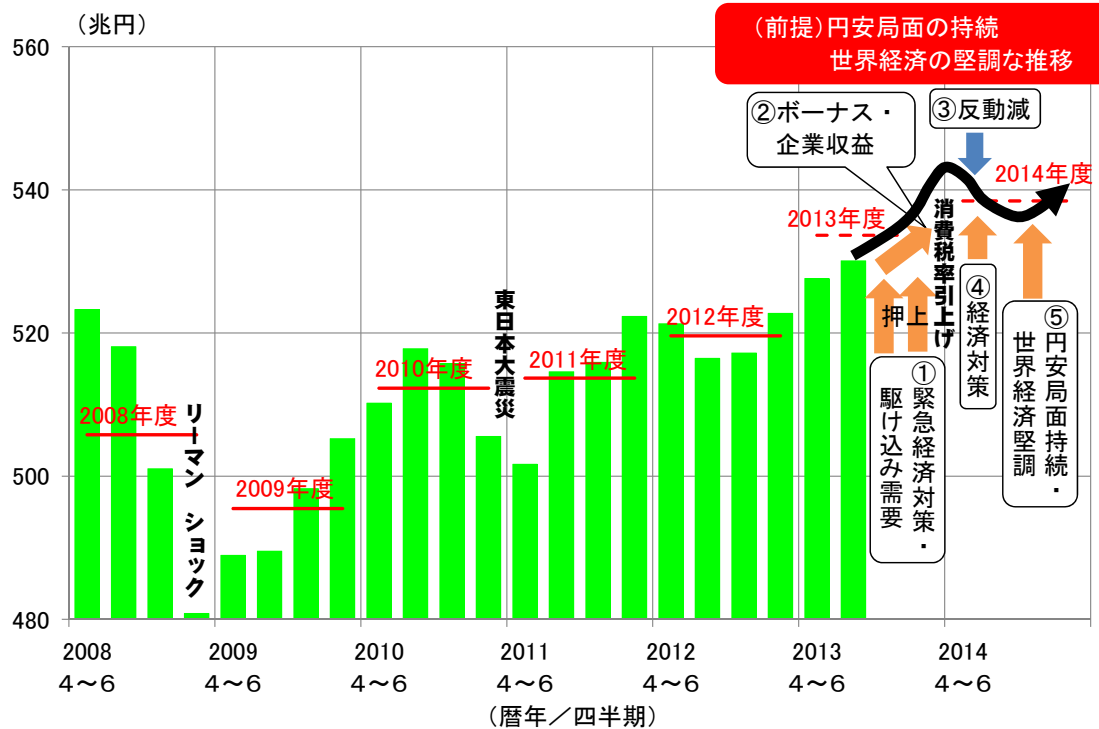
¹⁰ 「消費税率及び地方消費税率の引上げとそれに伴う対応について」(平25.10.1閣議決定)。

¹¹ 民間シンクタンクの短期見通しでは、駆け込み需要は、2013年度の実質GDP成長率をおおむね0.3～0.7%ポイント前後押し上げるとしている。

¹² 日本経済団体連合会『2013年年末賞与・一時金 大手企業業種別妥結状況(加重平均) 第1回集計』では、2013年末の賞与は前年比で5.79%増加するとしている(なお、対象企業は14業種82社(うち6社は平均額不明等の理由で除外))。

¹³ 上場企業の2013年4～9月期決算は、増収率が11%と3年ぶりの高水準となった(日本経済新聞(2013.11.5))。また、日本経済新聞社の集計によると、2014年3月期の上場企業の連

図表4 共通認識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、点線は前年度実績値から民間シンクタンクの見通し（執筆時点で公表されている分）の平均値の伸び率で成長した場合の数値）。また、矢印付きの黒色の太線は、共通認識シナリオにおける先行きの景気動向をイメージしたもの。
 (出所) 内閣府『2013（平成25）年7～9月期四半期別GDP速報（1次速報値）』、各種シンクタンク資料等より作成。

の政策効果」のはく落による反動減のため景気は一時的な停滞を見るものの¹⁴、④新たな経済対策により悪影響の一部は相殺され、⑤円安局面が続き世界経済が堅調に推移する（前提）ことから輸出が回復し、内需についても2013年度と同様の理由で引き続き民間設備投資の伸びが期待されるため、調整局面は深刻化せず、再び緩やかな回復過程に戻るとしている。

2013年4～6月期GDP速報（1次速報値）が公表された2013年8月時点の見通しと比べると、新たな経済対策が織り込まれるとともに、足下の動向を踏まえた修正（民間最終消費及び輸出の下方修正、公的固定資本形成の上方修正）が行われた。この結果、8月の見通しと比べ、今回の見通しでは「2つの政策効果」の比重が強まっている。

なお、足下では、我が国経済が景気回復過程をたどっている中で、安倍総理

結経常利益は前期比28%増える見通しとなっている（日本経済新聞(2013.11.9)）。

¹⁴ 民間シンクタンクの短期見通しでは、駆け込み需要に対する反動減は、2014年度の実質GDP成長率をおおむね0.5～1.0%ポイント程度押し下げるとしている。

の経済界に対する働きかけ¹⁵等を背景に、今後の賃金上昇について経営者側の前向きな発言が報道されている¹⁶。賃金上昇は、消費税率引上げによる実質所得の押下げ圧力を緩和し、反動減の影響から早期に回復軌道に復するため、ひいては持続的な経済成長の下でのデフレ脱却のためにその重要性が指摘されている。しかし、足下でいまだ上昇傾向に転じておらず¹⁷、過去の景気回復期においても上昇に転じるまでには時間を要したこともあり、賃金の上昇は緩やかなものにとどまるという見方が多い。

3. 景気シナリオのリスク要因～政策対応に左右される下振れリスクの根強さ

以上のように、共通認識シナリオは、2013年度には回復軌道を維持し、2014年度には一時的な落ち込みを経るものの緩やかな成長過程に戻るという見通しとなっている。このシナリオにおいて、「円安局面の持続及び世界経済の堅調な推移」は一貫して我が国経済が成長経路を維持するための重要な前提(図表4、赤色枠)となっている。特に、2014年度前半においては、はく落する「2つの政策効果」を、新たな経済対策の貢献を受けた内需に加え、円安及び世界経済の成長による輸出の増加により補えるかどうか、共通認識シナリオの成否を左右するだろう。

この点を踏まえ、シナリオの下振れリスク要因として、(1) 米国金融緩和政策の段階的縮小の進行度合い(新興国経済及び国際金融市場への悪影響)、(2) 米国債務上限問題の帰すう(米国経済への悪影響)、(3) シャドーバンキング問題等を背景とした中国経済の先行き懸念、(4) 欧州政府債務危機問題の帰すう(欧州経済及び国際金融への悪影響)等が指摘されている(図表5)。

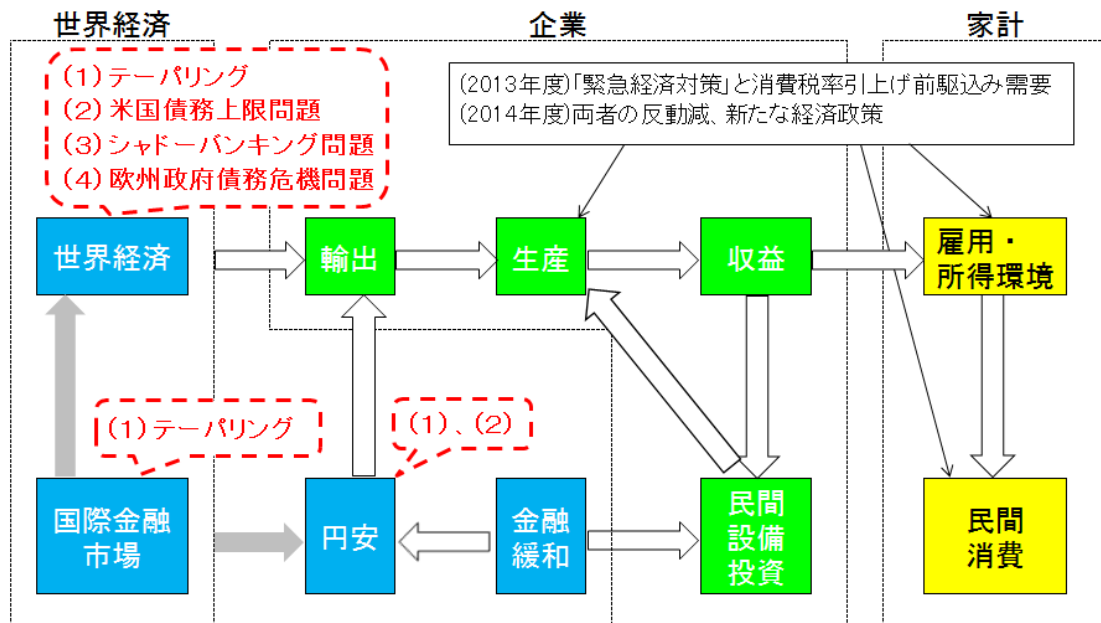
それぞれの下振れリスクを見ていくと、(1)については、米国の量的緩和政策第3弾(いわゆるQE3)として行われている資産購入の段階的な規模縮小(テーパリング)の進展次第では、新興国経済及び国際金融市場に対して以下のような悪影響がもたらされることが懸念される。(ア) 新興国からの資金流出とそれを背景とした新興国の通貨安、(イ) これに対応するための新興国内の金融引締めとそれに伴う金利上昇などによる新興国の投資環境の悪化、(ウ) 以上

¹⁵ 政労使協議での発言など(『平成25年第1回経済の好循環実現に向けた政労使会議議事要旨』)。

¹⁶ 毎日新聞(2013.11.5)、東京新聞(2013.11.12)など。また、経団連は、11月22日の政労使協議において、会員企業へ賃上げを促す方針を盛り込んだ文書を提出している(日本経済団体連合会「経済の好循環実現に向けた対応について」『経済の好循環実現に向けた政労使会議(第4回) 宮原耕治氏提出資料』)。

¹⁷ 脚注9、図表1(名目雇用者報酬)を参照。

図表5 先行きの経済シナリオの論点



(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

の点に伴う新興国の実体経済への悪影響。これらについては、2013年5月に米国FRBのバーナンキ議長によるQE3縮小に係る発言を端緒として、実際に新興国で発生したとされている¹⁸。足下では9月及び10月にテーパリングの開始が見送られたことを背景に沈静化に向かっていると見られているが、今後の動向次第では(ア)～(ウ)のような混乱の再発も懸念される。なお、テーパリングについては、今年中は開始されないという見方が一般的となっているが、不確実性も高く、先行きが注視される。

(2)については、9～10月にかけての米国民主・共和両党の対立の下で、米国政府機関が一部閉鎖に追い込まれ、最終的には米国連邦政府の資金繰りが行き詰まることすら懸念されていたが、10月中旬の両党合意により、連邦政府の国債発行を2014年2月7日まで認める暫定措置などを含む法案が上下両院で可決され¹⁹、当面の危機は回避された。しかし、あくまで暫定措置であり、政治的な対立構造が残る中で、本質的な解決の道筋がついたわけではなく、先行きの与野党協議次第では再び米国経済へ悪影響がもたらされることが懸念さ

¹⁸ 高山武士「QE3縮小と新興国からの資金流出」『Weeklyエコノミスト・レター』(ニッセイ基礎研究所、2013. 8.30)、日本経済新聞(2013. 9.26)など。

¹⁹ 日本経済新聞夕刊(2013.10.17)。

れる²⁰。なお、(1)及び(2)については、その動向次第では、為替にも影響が及ぶ可能性がある。

(3)については、中国地方政府の資金調達会社(地方融資平台)が主にシャドーバンキング(銀行融資の形を取らない金融取引)を通じて資金調達を行い、投資効率の低い事業への投資を続けている中で、債務不履行へ陥ることが懸念されている²¹。また、この点を含め、過剰設備、格差問題など構造的な問題の存在が、先行きの中国経済へ重石となる可能性が指摘されている。

(4)については、これまでの各国政府や各種機関等による対応策を背景として、総じて欧州政府債務問題には落ち着きが見られているものの、スロベニアに新たな火種が見られるとともに²²、10月にユーロ圏銀行監督業務のECBへの一元化(2014年10月下旬または11月開始)が決定されたことを背景に、今後ユーロ圏銀行の不良債権問題が焦点となることが懸念されている。

以上の点から、2014年度の我が国経済のけん引役の一翼を担うと見込まれている世界経済の動向は、総じて明るさが見えるものの、海外の政府・国際機関等による政策対応に左右されるというリスク要因が根強く残っており、政治的な側面を含めて不確実性の払拭は容易ではない状況にあると言えよう。

補論 本格的な賃金上昇が実現した場合の影響(モデル試算)

2節で述べたとおり、共通認識シナリオにおいては、先行きの賃金上昇は緩やかなものにとどまると見られている。しかし、消費税率引上げにより家計の実質所得は押し下げられると見込まれており、賃金の上昇度合いが極めて弱い場合には、実質所得の押し下げ圧力が強まり、駆け込み需要に対する反動により引き起こされる景気停滞が長引く危険性があることも指摘されている。

そのような中で、足下では賃金上昇ムードが高まりつつあり、経団連は会員企業へ賃上げを促す方針を打ち出している(脚注16参照)。今後の賃金上昇のスピードやその度合いは、短期的な景気回復の度合いに影響を及ぼすことに加え、民間部門のマインドや設備投資など比較的不確実性が高い要因に依存している足下の景気回復過程が、所得に裏打ちされて本格的な力強さを有した景気

²⁰ 米国S&P(スタンダード・アンド・プアーズ)社の推計では、10月1~16日の米国政府機能の一部停止により、240億ドル(約2兆3,600億円)の経済損失が生じたとしている(読売新聞(2013.10.18))。また、10月の米国の与野党対立により、日米の株価が影響を受けたことが指摘されている(朝日新聞(2013.10.18))。

²¹ 日本経済新聞夕刊(2013.9.30)。

²² スロベニアの銀行が抱える不良債権は、同国GDPの20%にのぼるとされている(読売新聞(2013.10.20))。

回復局面へつながるかどう
かの試金石となるだろう。

そこで、2013年10～12
月期以降、賃上げ率²³が
2%弱程度の水準で推移す
る場合(標準シナリオ)と、
賃上げ率が3%程度上乗せ
された場合(賃上げシナリ

オ)とを比べ、より賃金上昇が進んだ場合の我が国経済への影響をマクロモデルで試算した(補論図表)。試算によると、2014年度においては、賃金上昇により名目民間最終消費は0.5%ポイント程度増加し、名目GDPも押し上げられるという結果になった。ただし、賃金上昇は、少なくとも即時的には企業収益の悪化につながることから、名目民間企業設備投資は0.6%ポイント程度押し下げられており、名目GDPの上昇は0.3%ポイント程度にとどまっている。実質GDPについては、賃金上昇は物価の押し上げにつながるため、名目とは対照的に0.2%ポイント程度押し下げられている。本試算からは、企業[・]所得[・]に[・]変化[・]がない[・]ならば、賃金上昇だけでは景気浮揚力は限定的である可能性が示唆されている²⁴。

ただし、本補論の試算には、試算に用いたモデル構造等の制約から、少なくとも以下の2点の留意点がある。(1)企業が設備投資あるいは賃金を増やすための主な財源は企業の「当期の」所得としていることから、企業が保有する現預金といった手元流動資産については特段考慮されていないこと(そのため、企業が手元流動資産を活用して設備投資を行う場合には²⁵、設備投資は落ちない可能性がある)、(2)本補論の試算は1年半程度という短期的な試算であるため、賃金上昇による一時的な企業収益の押し下げ効果のみが発現しており、賃金上昇が定着化することによる消費拡大を受けた企業の売上増(企業収益の拡大)という中長期的な影響は織り込まれていないこと。このような要因も加味するならば、賃上げシナリオの想定は、補論図表の試算よりも大きな効果をもたらす可能性がある。

(内線 75045)

補論図表 賃上げ率が増加した場合の影響(試算)

(単位：%ポイント)

	2013年度	2014年度
名目GDP	0.1	0.3
名目民間最終消費	0.1	0.5
名目民間企業設備投資	0.1	▲0.6
実質GDP	▲0.1	▲0.2

(注) 表の数値は、賃上げシナリオの伸び率(%)－標準シナリオの伸び率(%)。

²³ 賃上げ率はいわゆる春闘における賃上げ率(厚生労働省『民間主要企業春季賃上げ要求・妥結状況』(各年版))を使用しており、最新の実績値は2013年の1.8%。

²⁴ なお、モデル試算の性質上、賃上げ率のかさ上げ分を少なくしたとしても、結果の方向性には基本的に変化がない。

²⁵ 日本経済新聞社が主要上場企業の財務責任者を対象に実施した調査では、全体の5割超が手元資金を設備投資に優先的に振り向けると回答している(日本経済新聞(2013.11.22))。