

2014年7～9月期GDP速報と先行き経済への視点

～家計所得改善と原油価格低下により景気は緩やかに改善～

調査情報担当室 竹田 智哉

1. GDP速報の内容

1-1. GDPと構成要素～在庫減は明るい兆候の一方、景気のけん引役が不在

2014年7～9月期のGDP成長率（1次速報値、2014年11月17日内閣府公表）は、実質は▲0.4%（年率▲1.6%）、名目は▲0.8%（同▲3.0%）と名実ともに2四半期連続のマイナス成長となった（図表1、2）。この理由は、2014年4～6月期とは対照的に民間在庫品増加（いわゆる在庫投資）が落ち込んだことと（寄与度¹▲0.6%ポイント）、4～6月期の「駆け込み需要の反動減」からの反動増が期待されていた民間最終消費支出が想定外の低い伸びとなったことが大きい（前期比0.4%、寄与度0.2%ポイント）。他の項目についても、輸出は力強さを欠き（前期比1.3%、寄与度0.2%ポイント）、民間住宅投資（前期比▲6.7%、寄与度▲0.2%ポイント）及び民間企業設備投資（前期比▲0.2%、

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(%))

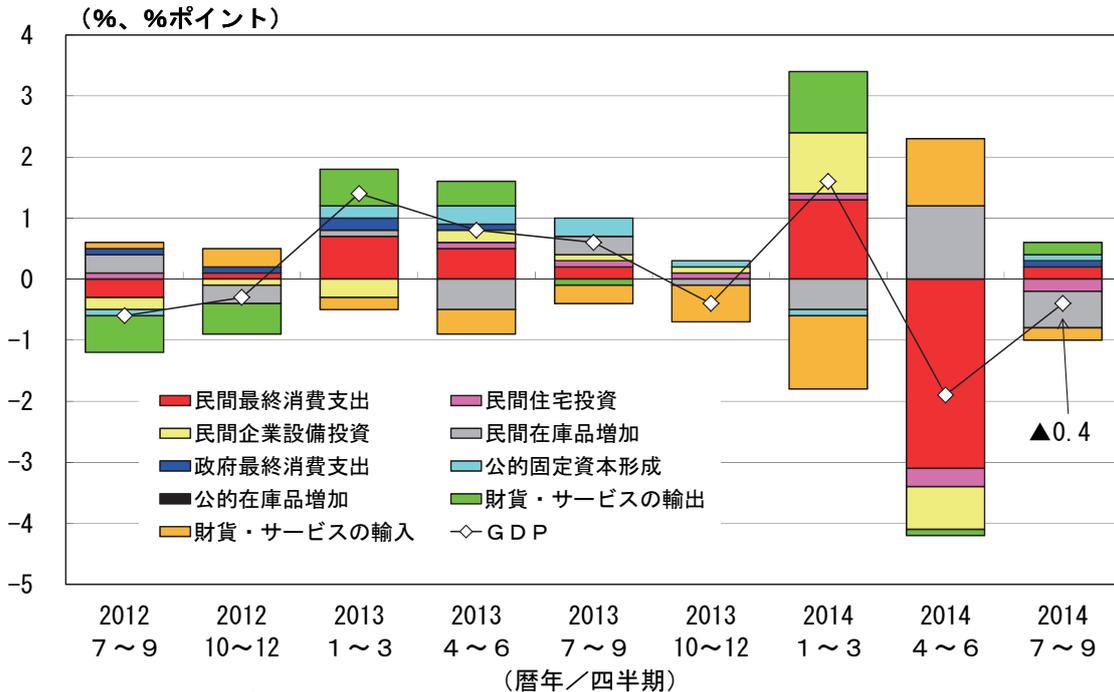
	2012 (年度)	2013 (年度)	2013 7～9	10～12	2014 1～3	4～6	7～9
実質GDP	0.7	2.2	0.6	▲0.4	1.6	▲1.9	▲0.4
内需	(1.4)	(2.7)	(1.0)	(0.2)	(1.8)	(▲2.9)	(▲0.5)
民間最終消費支出	1.5	2.5	0.3	▲0.0	2.2	▲5.0	0.4
民間住宅投資	5.4	9.5	4.3	2.2	2.3	▲10.0	▲6.7
民間企業設備投資	0.7	2.6	0.7	0.8	7.5	▲4.8	▲0.2
民間在庫品増加	(▲0.1)	(▲0.5)	(0.3)	(▲0.1)	(▲0.5)	(1.2)	(▲0.6)
政府最終消費支出	1.5	1.8	0.1	0.2	▲0.2	▲0.0	0.3
公的固定資本形成	1.3	15.0	5.7	1.7	▲2.0	0.3	2.2
公的在庫品増加	(▲0.0)	(0.0)	(▲0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(▲0.0)
外需	(▲0.8)	(▲0.5)	(▲0.4)	(▲0.6)	(▲0.2)	(1.0)	(0.1)
財貨・サービスの輸出	▲1.3	4.8	▲0.6	0.2	6.4	▲0.5	1.3
財貨・サービスの輸入	3.6	7.0	1.8	3.7	6.2	▲5.4	0.8
名目GDP	▲0.2	1.9	0.4	0.1	1.5	▲0.1	▲0.8
名目雇用者報酬	0.1	1.0	▲0.2	0.8	0.0	0.9	0.8

(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『2014(平成26)年7～9月期四半期別GDP速報(1次速報値)』

¹ 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) GDPは前期比、他はGDPへの寄与度。

(出所) 内閣府『2014（平成26）年7～9月期四半期別GDP速報（1次速報値）』

寄与度▲0.0%ポイント)は2四半期連続でマイナスの伸びにとどまった。

在庫投資の押下げ（取崩し）については、GDPの押下げ要因にはなるが、景気循環の観点から見ると先行きの生産の活発化が期待されることから、肯定的な評価が多く見られる。しかし、民間最終消費支出や輸出については、2四半期振りにプラスの伸びに転じたものの、景気のけん引役となるような力強さまでは取り戻していない。特に、民間最終消費支出の「反動減」からの持ち直しの足取りは、従来の民間シンクタンク等の想定に反して重いと言えよう。この理由としては、単に「反動減」が長引いているだけではなく、賃金上昇²を上回る勢いの物価上昇（後述）による実質所得の押下げ³の影響が大きいと考えられる⁴。また、輸出の回復力が弱い背景には、一部産業での競争力低下や生産能

² 現金給与総額（事業所規模5人以上、前年同月比）は2014年3月以降プラスが続いており、ボーナスや残業代などを除いた固定給である所定内給与（同）も6月以降プラスとなった（厚生労働省『毎月勤労統計調査 平成26年9月分確報』）。また、2014年夏季のボーナスについては、昨年夏に比べ、事業所規模5人以上で3.1%（事業所規模30人以上で5.6%）増加した（厚生労働省『毎月勤労統計調査 平成26年9月分結果速報及び平成26年夏季賞与の結果』）。

³ 脚注2の統計（確報）で公表されている実質賃金指数（＝名目賃金指数÷消費者物価指数（持家の帰属家賃を除く総合指数）、前年同期比）は2014年4月以降、マイナス幅が拡大している。

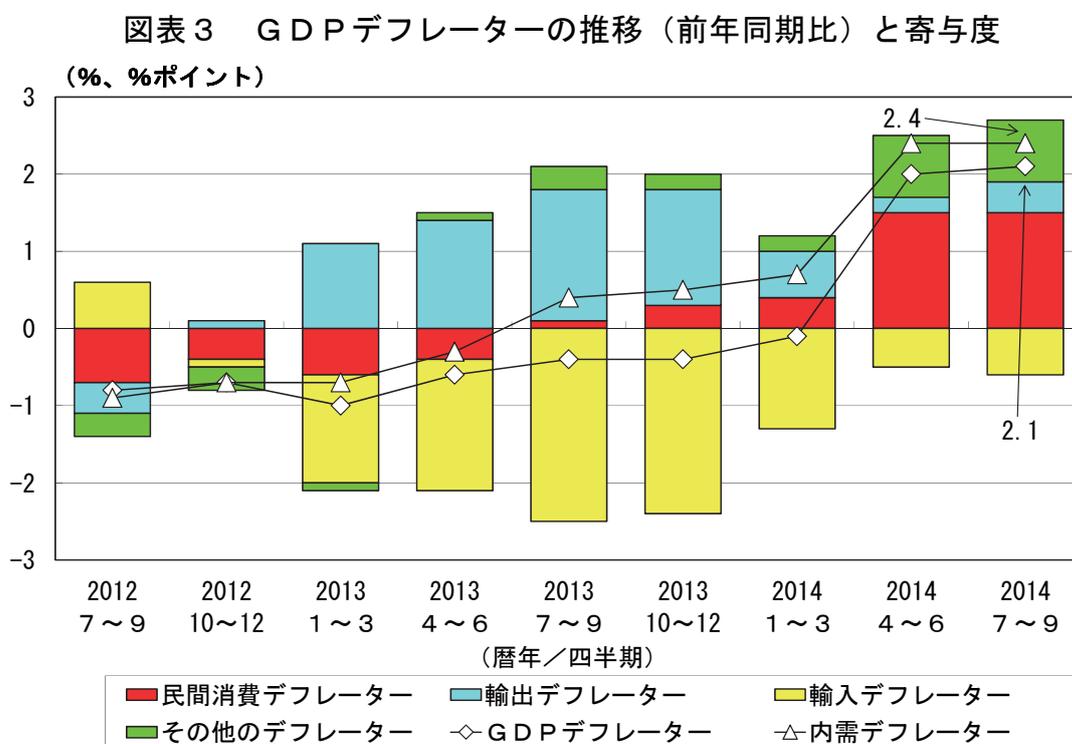
⁴ なお、夏季の天候不順による悪影響も指摘されており、内閣府は、7～9月期の民間最終消費支出が0.3～1.0%ポイント、GDPが0.2～0.6%ポイント押し下げられたと試算している（内閣府「景気の現状について」（第16回経済財政諮問会議提出資料、平成26年10月1日））。

力の海外移転など構造的な問題の存在が指摘されている⁵。

このような状況を踏まえ、政府は、9月及び10月の月例経済報告において、2か月連続で景気の基調判断を引き下げた^{6,7}。また、安倍総理は、11月18日に記者会見を行い、2015年10月に予定されていた消費税率引上げを2017年4月に延期することを表明した。

1-2. 物価の騰勢は頭打ちの兆し

2014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2.1%、輸出入物価の影響を除いた内需デフレーターは2.4%とともに4～6月期と同程度の



（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『2014（平成26）年7～9月期四半期別GDP速報（1次速報値）』より作成。

⁵ 内閣府『平成26年度 年次経済財政報告』。

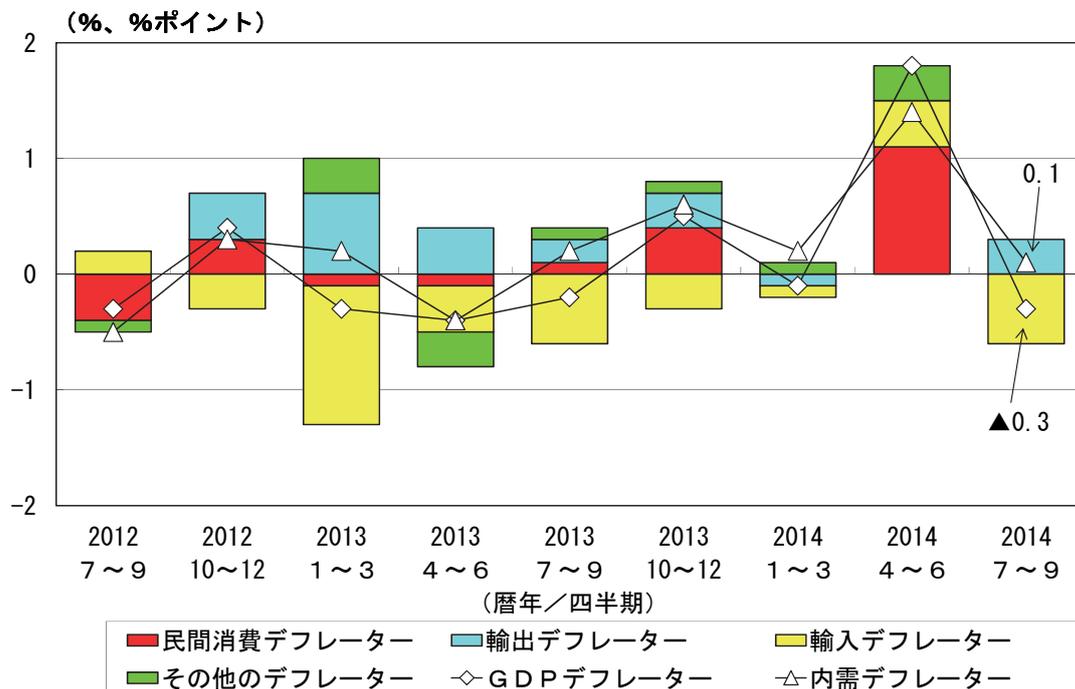
⁶ 内閣府『月例経済報告』各月版（9月には個人消費の、10月には生産の判断が下方修正）。

⁷ 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」（景気動向指数の一種「CI一致指数」の累月的な変化が基準）は、2014年8月に「足踏み」（景気拡張の動きが足踏み状態になっている可能性が高いことを示す）から「下方への局面変化」（事後的に判定される景気の山が、それ以前の数か月にあった可能性が高いことを示す）へと下方修正された。以降、執筆時点で最新の統計（2014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。

プラスとなった⁸。これは、消費税率の引上げを背景とした民間消費デフレーター⁹及びその他のデフレーター(内需要因)の伸びが大きな理由である。また、円安進行の一服や原油価格低下を受けて輸入デフレーターの上昇¹⁰が抑えられたことも要因の一つと言えよう。

ただし、デフレーターを前期比(以下同じ)で見ると(図表4)、7~9月期には民間消費デフレーター¹¹を中心とした内需デフレーター¹¹のプラスはほぼ消

図表4 GDPデフレーターの推移(前期比)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『2014(平成26)年7~9月期四半期別GDP速報(1次速報値)』より作成。

⁸ デフレーターの前年同期比は、消費税率引上げにより2014年度の間は大幅なプラスになると見られる。

⁹ 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)の動向を見ると、2014年4月は、総合指数、生鮮食品を除く総合指数(いわゆるコア指数)及び食料(酒類を除く)及びエネルギーを除く総合指数(いわゆるコア・コア指数)のいずれも伸び率が2%ポイント程度拡大しており、足下では伸び率に若干の縮小及び頭打ち傾向が見られるが、コア・コア指数は2%台の、他は3%台の伸びを示している(総務省『消費者物価指数 全国』(2014年9月分))。

¹⁰ 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下げ=実質GDPの押上げとなる。

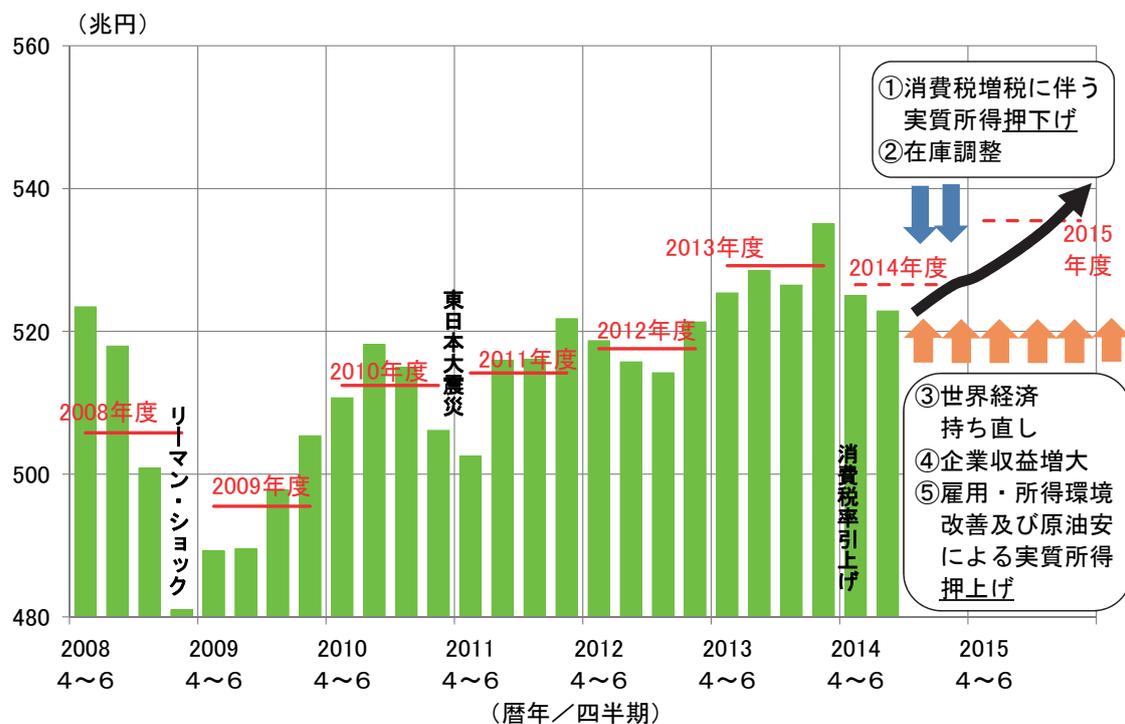
¹¹ 消費者物価指数の前月比は、2014年4月には3指標(脚注9参照)ともに2%程度であったが、6月以降はほぼゼロとなっている(総務省『消費者物価指数 全国』(2014年9月分))。

失しており（0.1%）、GDPデフレーターは輸入デフレーターの上昇によりマイナスに陥っている（▲0.3%）。図表3及び4からは、物価は2013年後半には上昇に転じ、そのプラス幅も拡大傾向にあったが、消費税率引上げ後はプラスを維持しているものの、騰勢は頭打ちになりつつあることが見て取れる。

2. 先行き景気のシナリオ～在庫調整後、所得増と原油価格低下で消費が改善

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、実質GDP成長率は、2014年度は▲0%台後半程度、2015年度は1%台半ば程度となっている¹²。この背景にある、先行き景気についての各シンクタンクのシナリオは、おおむね以下のとおりである（図表5）。

図表5 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、民間シンクタンクのシナリオにおける概括的な先行きの景気動向をイメージしたもの。

（出所）内閣府『2014（平成26）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。

¹² なお、見通しの中には、11月18日夜の安倍総理の記者会見より前に公表されたものもあるが、いずれも2015年10月の消費税率引上げは2017年4月に延期される（両論併記の場合もあり）という想定となっている。

まず、2014年度の残る2四半期（10～12月期、2015年1～3月期）においては、プラス成長に戻るとは見られているが、①4月の消費税率引上げによる家計の実質所得への下押し圧力が残る中で、民間最終消費の回復力は緩やかなものにとどまり、②2014年あるいは年度の間は在庫調整の動きが進むため、「反動減の反動」というような高成長までを期待することは難しく、年度全体では前半の落ち込みが響いてマイナス成長となる。しかし、在庫調整は比較的早期に終了し、2015年度にかけては、③米国を中心とした世界経済の緩やかな持ち直しや、④足下で見られる円安及び国際的な原油価格の低下傾向が続くことを背景として企業収益が伸びる中で、⑤雇用・所得環境の改善に加えて、原油価格の低下が家計の実質所得への押し上げ圧力となることから、我が国経済は、民間最終消費を中心に、緩やかに回復過程に復していくとしている。

今回の民間シンクタンクの見通しでは、2014年4～6月期GDP速報（1次速報値）が公表された前回の2014年8月時点の見通しと比べると¹³、「反動減の反動」が力不足に終わったことと、在庫調整の進展を織り込んだ結果、民間最終消費を中心に2014年度の実質GDP成長率が平均値で見て1%ポイント以上、下方修正された。シナリオについては、企業規模や業種により影響が異なるとの指摘が見られる円安と比べ、原油価格の低下による企業・家計への全体的なプラス効果がより評価されている。また、2015年10月の消費税率引上げ延期により実質所得の押し下げ要因の一つが取り払われたことから、2015年度には実質所得がプラスに転じるとの見方もある。

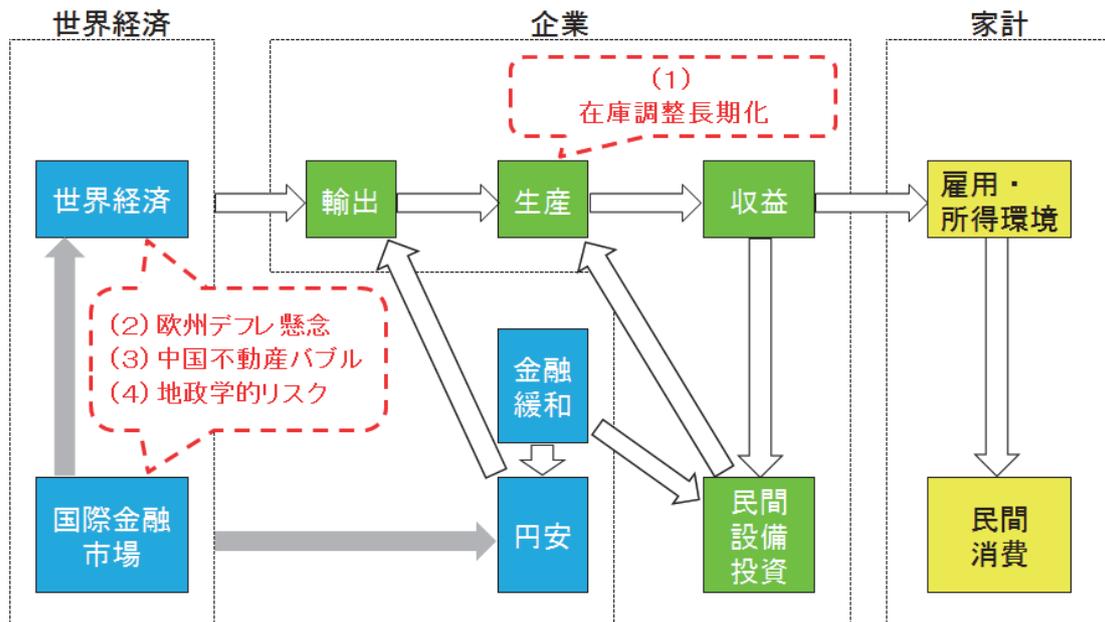
3. 景気シナリオのリスク要因～欧州への懸念が強まる

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)国内の在庫調整の長期化のリスクのほか、世界経済では(2)欧州経済のデフレ懸念、(3)中国経済の不動産バブル、(4)地政学的リスク等の下振れリスク要因が指摘されている（図表6）。

それぞれの下振れリスクを見ていくと、(1)の在庫調整の長期化については、生産活動の抑制を通じて企業収益が下押しされることで、雇用環境へ悪影響が及ぶと考えられる。特に、在庫調整が進むと見られる2014年あるいは年度の間は、賃上げが物価上昇に追いつくことは難しいと見られていることから、実質所得の減少による消費行動の慎重化が長引く場合には、このリスクが顕在化する可能性は高まると考えられる。

¹³ 8月時点の見通しの詳細については、拙稿「2014年4～6月期GDP速報と先行き経済への視点」『経済のプリズム』第129号、参議院事務局企画調整室（2014.9）を参照されたい。

図表6 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

(2) の欧州経済のデフレ懸念については、根本的には欧州の景気停滞が長期化することが懸念されているが、これを背景に欧州の金融機関の財務体質の悪化が進み、ひいては信用収縮が引き起こされることも危惧される。また、この点を含め、中長期的には我が国が経験してきた多様な経済・金融への弊害が起る危険性も指摘されている¹⁴。

(3) の中国経済の不動産バブルについては、中国経済を下押しするだけではなく、不動産価格の下落が続く中での地方政府の債務不履行¹⁵などストック調整が景気の重石となる可能性が指摘されている。特に、後者については、債務不履行の拡大やそれに伴う信用不安の発生などにより、中国経済のみならず、

¹⁴ 資産価格の急落によるバランスシート調整、金融危機の発生と信用収縮、構造改革の痛みなど(田中理「欧州のデフレ懸念と金融政策の限界」『月刊資本市場 2014.5』(資本市場研究会))。

¹⁵ 中国の地方政府は、成長率目標達成のため投資を優先する傾向にあるが、自身は借入れを行うことができないため、傘下の別法人(融資平台)に銀行からの借入れなどを行わせて資金を調達し、土地を購入してインフラ投資や不動産開発などを行っていた。借り入れた債務については、開発した土地の転売など事業収益を返済に充てる形で事業運営を行っていたが、不動産価格が下落すると事業収益が悪化し、債務返済に支障を来すことが懸念されている。そもそも地方政府の事業計画については、ずさんさや投資の過大さなどが指摘されていた。なお、こうした地方政府のインフラ投資については、シャドーバンキング(金融当局の規制を受けない銀行融資以外の資金調達)を通じた資金も回っていると見られている(内閣府『世界経済の潮流 2013. II』、経済産業省『平成 26 年度 通商白書』、財務省『財政金融統計月報 第 733 号』)。

国際金融市場にも大きな動揺を引き起こす可能性が危惧されている。

(4) の地政学的リスクについては、リスクの発生地点が特定の地域に限定されておらず、政治的な色彩が極めて強く、その先行きを見込むことは極めて難しいと考えられる¹⁶。

4. おわりに

今回のGDP速報では、在庫投資が大幅に減少する中で、駆け込み需要の「反動減の反動」が不発に終わり、予想外のマイナス成長となった(1-1節)。在庫の取崩しはプラスに評価されているものの、実質所得の押下げ圧力を背景に民間最終消費には力強さが戻っておらず、輸出も回復は道半ばである。そのような中で、政府は景気への判断を引き下げており、安倍総理は、2015年10月に予定されていた消費税率引上げの2017年4月への延期を表明した。なお、物価については、騰勢が頭打ちになりつつある(1-2節)。

先行き見通しについては、在庫調整は早期に終了し、2015年あるいは年度入り後については、緩やかに回復過程に復していくと見られている(2節)。この背景には、世界経済の緩やかな持ち直しや円安局面が続く中で、家計の雇用・所得環境の改善が継続することに加え、原油価格の低下が企業・家計にプラス効果をもたらすという見込みがある。

また、先行き見通しのリスク要因については、我が国経済に関わる在庫調整の長期化というリスクと、世界経済に関わる3要因を指摘したが(3節)、後者については、海外における政策対応や政治的な動向に左右されることから、不確実性の払拭には時間を要すると考えられる。

補論 原油価格の低下という恩恵が失われた場合の影響(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、我が国経済は比較的早期に回復過程に戻るとされている。このシナリオの前提のうち、原油価格の低下については、家計に加え、業種や規模などを問わず企業全体にプラスの効果をもたらすとして、今回のシナリオでとりわけ注視されている。

この背景には、国際的な原油価格が2014年央をピークとし、世界経済の足取りの重さなどを理由に、その後はほぼ一貫して下落傾向に転じたことがある。先行きについても、世界経済の持ち直しが緩やかなものにとどまると見られていることを背景に、原油価格も低下すると想定されている。この点については、

¹⁶ なお、このリスク要因については、欧州を中心とした関係国経済の冷え込みに加え、思惑を含めた国際金融市場への悪影響などが懸念されている。

世界経済の上振れに伴う実需要因での反転は考えにくいものの、先進国の緩和的な金融政策が続く中での投機的な行動や、地政学的リスク等による影響は危惧される。原油価格が上昇に転じるならば、原油価格低下の想定の下で見込まれている家計の実質所得押し上げ圧力がそのまま押し下げ圧力に転じることになることから、シナリオに大きな影響が及ぶこととなるだろう。

そこで、今後原油価格が低下する場合（標準シナリオ）と、標準シナリオと比べて原油価格¹⁷が20%程度上昇する場合（リスクシナリオ）とを比べ、原油価格低下という想定が崩れた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）¹⁸。試算によると、輸入が伸びること、企業収益（経常利益）の悪化を通じて民間企業設備投資が押し下げられることなどにより、2015年度においては、名目GDP成長率が▲0.5%ポイント程度、実質GDP成長率は▲0.2%ポイント程度引き下げられるという結果になった。

補論図表 原油価格が想定よりも上昇した場合の影響（試算）

（単位：%、%ポイント）

	2014年度			2015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)
名目GDP	1.4	1.8	▲0.4	1.3	1.7	▲0.5
実質GDP	▲0.5	▲0.5	▲0.0	1.3	1.5	▲0.2
名目輸入	6.0	3.9	2.1	5.4	3.7	1.6
実質民間企業設備投資	3.0	3.0	▲0.1	4.5	4.9	▲0.4
名目経常利益	0.6	1.7	▲1.1	1.0	5.1	▲4.1

（注）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）

¹⁷ 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。

¹⁸ なお、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。