

# 2014年10～12月期GDP速報と先行き経済への視点

～原油安を受けて実質賃金が伸び、景気回復へ～

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. 消費税増税で落ち込んだ景気に底打ちの動き

2014年10～12月期のGDP成長率（1次速報値、2015年2月16日内閣府公表）は、実質は0.6%（年率2.2%）と3四半期振りの、名目は1.1%（同4.5%）と2四半期振りのプラス成長となった（図表1、2）。実質成長率の内訳を見ると、マイナス幅が大きく縮小した民間住宅投資（前期比▲1.2%、寄与度<sup>1</sup>▲0.0%ポイント）、民間在庫と公需（政府最終消費、公的固定資本形成）を除くと、各項目は7～9月期と同じか少し上回る程度となっており、4月の消費税引上げ後の景気の落ち込みはようやく底を打ちつつあることが見て取れる。政府も、景気の基調判断は2014年9月及び10月に2か月連続で引き下げたからは基本的に変更しておらず<sup>2</sup>、内閣府『景気動向指数』の機械的な基準では

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 10～12	2014 1～3	4～6	7～9	10～12
実質GDP	1.0	2.1	▲0.4	1.3	▲1.7	▲0.6	0.6
内需	(1.8)	(2.6)	(0.2)	(1.7)	(▲2.7)	(▲0.6)	(0.3)
民間最終消費支出	1.8	2.5	▲0.1	2.2	▲5.1	0.3	0.3
民間住宅投資	5.7	9.3	2.6	2.4	▲10.3	▲7.0	▲1.2
民間企業設備投資	1.2	4.0	1.2	5.9	▲5.0	▲0.1	0.1
民間在庫品増加	(0.0)	(▲0.5)	(▲0.1)	(▲0.4)	(1.3)	(▲0.7)	(0.2)
政府最終消費支出	1.5	1.6	0.1	▲0.4	0.3	0.2	0.1
公的固定資本形成	1.0	10.3	0.7	▲2.2	1.0	2.1	0.6
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)	(▲0.5)	(▲0.3)	(1.1)	(0.1)	(0.2)
財貨・サービスの輸出	▲1.3	4.7	▲0.2	6.5	▲0.3	1.5	2.7
財貨・サービスの輸入	3.6	6.7	3.0	6.8	▲5.3	1.0	1.3
名目GDP	0.1	1.8	▲0.1	1.5	0.2	▲0.9	1.1
名目雇用者報酬	0.1	1.0	0.7	0.1	0.9	0.7	0.4

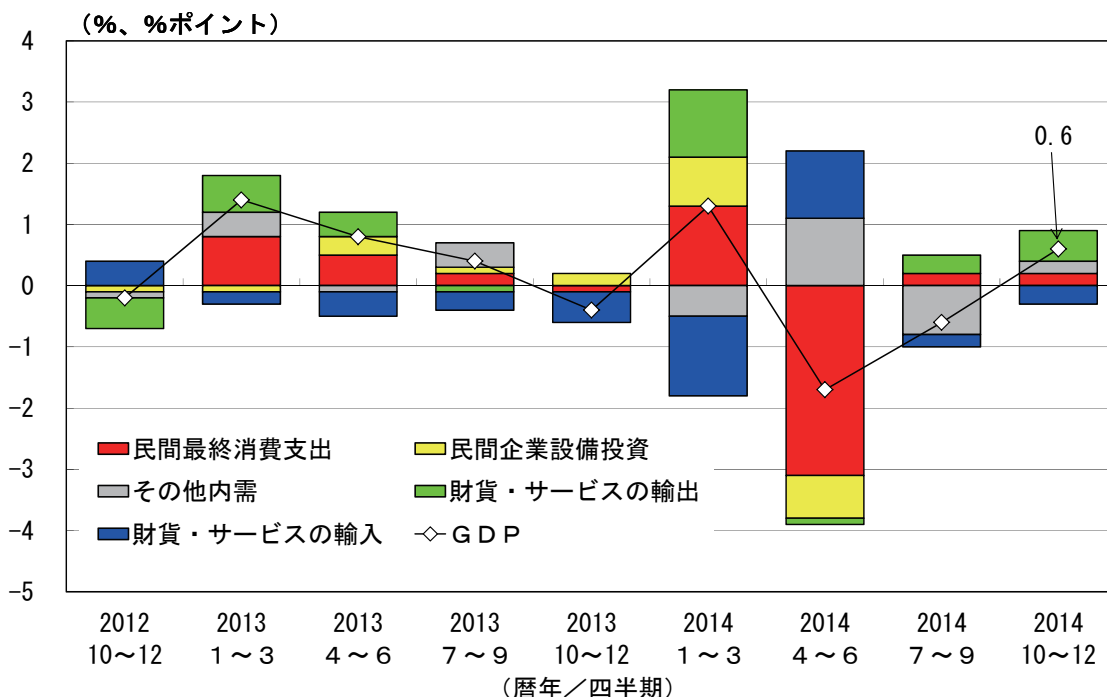
(注) 内需、外需、民間在庫品増加、公的在庫品増加の数値は実質GDPへの寄与度。

(出所) 内閣府『2014年10～12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。

<sup>2</sup> 内閣府『月例経済報告』各月版。生産への判断は12月以降2か月連続で引き上げている。

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) その他内需は民間最終消費と民間企業設備投資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『2014年10~12月期四半期別GDP速報(1次速報値)』

12月に判断が上方修正されている<sup>3</sup>。

ただし、近年の景気回復局面では主導的な役割を果たしていた輸出（前期比2.7%、寄与度0.5%ポイント）や、アベノミクス以降の主役であった民間最終消費支出（前期比0.3%、寄与度0.2%ポイント）については、ともに2四半期連続のプラスになったものの、先行き景気のけん引役を期待できる力強さはまだない。今後は、①輸出については、原油安による新興国経済の落ち込みやギリシャ支援をめぐる欧州経済の先行き不透明感がある中で、世界経済が堅調な回復を続けられるかどうか<sup>4</sup>、②民間最終消費支出については、名目賃金の上昇が続き、原油安等により物価押下げ圧力がかかる中で、実質賃金が上昇に転じていくかがポイントとなる<sup>5</sup>。

<sup>3</sup> 内閣府『景気動向指数』の中の一指標であるC I一致指数（現時点の景気変動の大きさを示す）を用いた基調判断は、2014年12月（速報）時点で景気拡張の可能性が高いことを示す「改善」へと上方修正された。ただし、方向性としては改善方向にあるものの、その度合いは大きくないとされている。

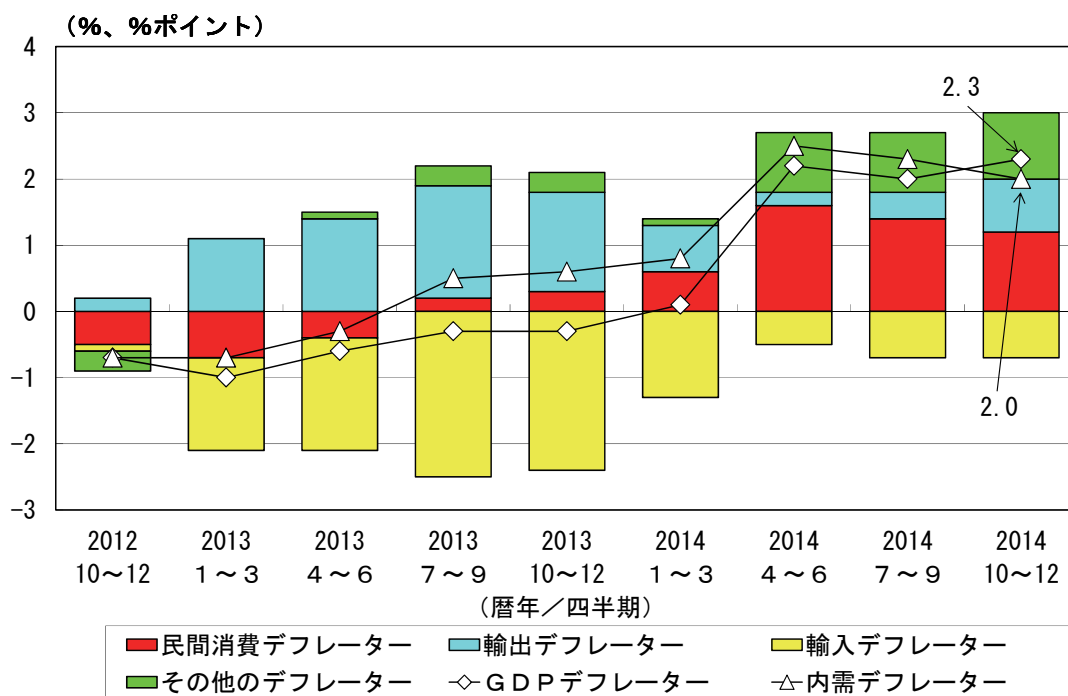
<sup>4</sup> IMFは、2015年1月19日に公表した「世界経済見通し 改訂見通し」において、新興国を中心に世界経済への見通しを下方修正している。

<sup>5</sup> 給与のうち、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」（事業所規模5人以上）は、2014年6月以降上昇傾向が続いている（厚生労働省『毎月勤労統計調査 平成26年

## 1-2. 需要不足により物価上昇の勢いは頭打ちに

2014年10～12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2.3%、輸出入物価の影響を除いた内需デフレーターは2.0%とともにプラスが続いたものの、伸び幅は2014年度に入ってから2%台でほとんど変化が見られておらず、物価上昇の勢いは頭打ちになりつつあると言えよう。

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前年同期比への寄与度は、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年10～12月期四半期別GDP速報（1次速報値）』より作成。

これは、駆け込み需要の反動減による需要不足や原油安を背景として、民間消費デフレーター伸び幅が弱まっていることが大きい<sup>6</sup>。1節で見たとおり、

12月分確報)。ただし、これに残業代などの「所定外給与」を加えた「きまって支給する給与」は、実質ベース（消費者物価指数（持家の帰属家賃を除く総合指数）で割り引く）で見ると、下落傾向が続いており、しかもマイナス幅は2014年4月以降はそれ以前より拡大したままである。

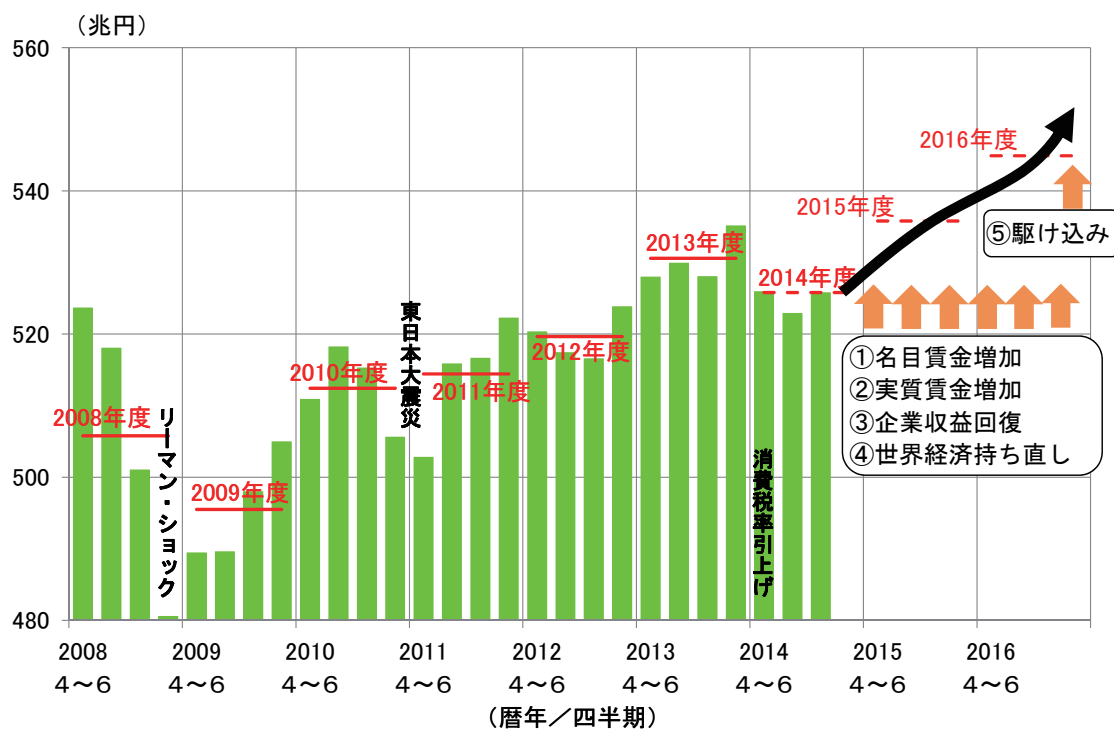
<sup>6</sup> 民間消費デフレーターと概念の近い消費者物価指数（前年同月比）の動向を見ると、2014年4月に伸び率が3%台半ば程度にまで急上昇したが、そのプラス幅は徐々に低下しており、11月以降は2%台半ば程度になっている（総務省『消費者物価指数 全国』（2014年12月分及び2014年平均））。

景気の落ち込みがようやく底を打ちつつあることが見て取れる中で、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ると考えられるが、原油安が続くならばその足取りは重いものとなるだろう。

## 2. 先行き景気のシナリオ～原油安と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>7</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いる。この背景にある、先行き景気について各シンクタンクが想定するシナリオは、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『2014年10～12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。

まず、足下においては、生産が2014年8月に底を打ち<sup>8</sup>、在庫調整の動きが進みつつあることから、景気調整局面は底を打ったと見ている。2015年度以降

<sup>7</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。

<sup>8</sup> 経済産業省『鉱工業（生産・出荷・在庫）指数確報』（2014年12月分）。

については、①好調な企業収益と労働市場のひっ迫化を背景に名目賃金の伸びが続く中で、②原油安などにより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、民間最終消費が力強い伸びを示す。また、③原油安の恩恵を受けて企業収益が好調さを維持することから、民間企業設備投資も堅調に推移し、内需が景気をけん引していく。さらに、④米国を中心に世界経済が緩やかながら持ち直し、円安が続く中で輸出もある程度伸びると見られている。加えて、2016年度末（2017年1～3月期）には、⑤2017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では、2014年7～9月期GDP速報（1次速報値）が公表された前回の2014年11月時点の見通しと比べると<sup>9</sup>、急激に進んだ原油安を反映して原油価格が大幅に下方修正されており、しかも2016年度にかけての上昇ペースは重く、総じて原油安は続くとする見方に変わっている。シナリオにおいても、原油安による景気への貢献がより強く評価されており<sup>10</sup>、特に原油安が継続することにより物価押下げ圧力がかかると見られることから、春闘での賃上げへの期待も相まって<sup>11</sup>、前回の見通しと比べて実質賃金は上向きに転じるという見方が強まっている。

### 3. 景気シナリオのリスク要因～欧州への懸念が拡大

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）欧州経済のデフレ入り、（2）中国経済の不動産バブル崩壊、（3）米国の利上げに伴う新興国経済及び国際金融市場の混乱、（4）ギリシャ国債のデフォルト、（5）原油安による副作用等の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ていくと、（1）の欧州経済のデフレ入りについては、我が国が経験してきたように、景気停滞が長期化することだけではなく、それを背景として金融機関の財務体質が悪化し、ひいては欧州及び国際的な信用収縮へつながることが危惧されている。加えて、従来からリスク要因として挙げられていたが、足下では原油安を背景としてデフレ圧力が強まっていることが指摘されている。

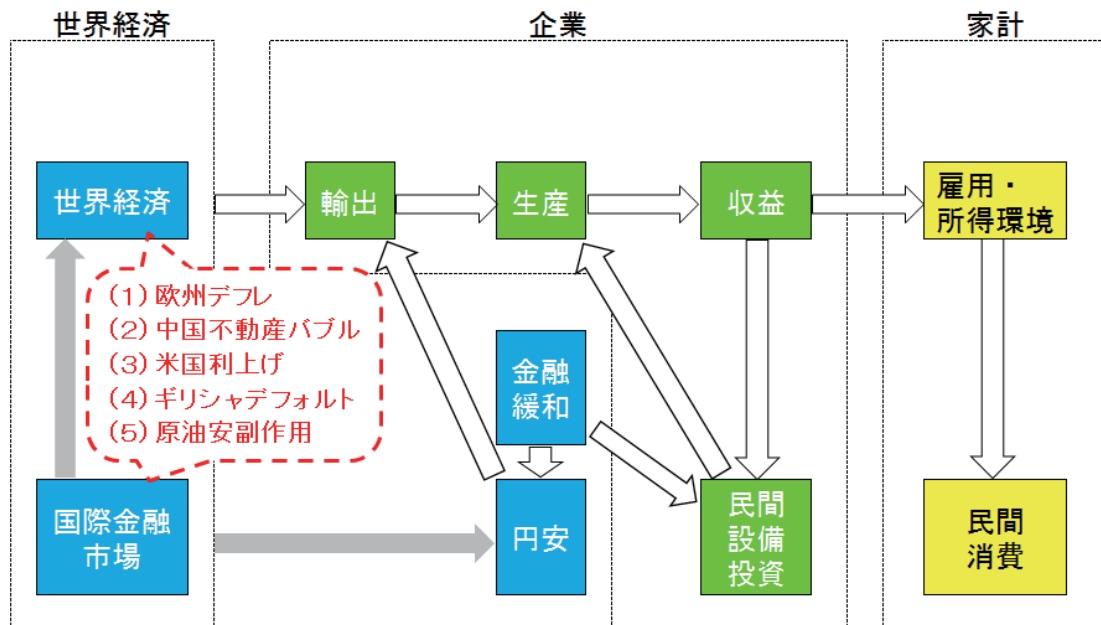
（2）の中国経済の不動産バブル崩壊については、不動産価格の下落が続く

<sup>9</sup> 11月時点の見通しの詳細については、拙稿「2014年7～9月期GDP速報と先行き経済への視点」『経済のプリズム』第133号、参議院事務局企画調整室（2014.12）を参照されたい。

<sup>10</sup> 一部の機関では、円安の影響が大企業製造業に限られる傾向があるのに対し、原油安による恩恵は中小企業にも及ぶことから、中小企業での賃上げを促すことも期待している。

<sup>11</sup> 労務行政研究所の『2015年賃上げの見通しー労使および専門家504人アンケート』によると、2015年の賃上げ見通しは、定期昇給分を含み昨年実績並の2.2%としている。

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

中で、ストック調整が中国経済への下押し圧力となるだけでなく、地方政府の債務不履行の拡大や、それに伴う中国及び国際的な信用不安へつながることが危惧されている。

(3)の米国の利上げに伴う新興国経済及び国際金融市場の混乱については、2015年中に米国で利上げが行われると観測されている中で、国際金融市場で思惑を含めたドル資金の窮迫懸念を生じさせ、新興国からの急激な資金流出を引き起こし<sup>12</sup>、新興国経済及び国際金融市場へ悪影響を及ぼすことが懸念されている。

(4)のギリシャ国債のデフォルトについては、1月に誕生したギリシャ新政権がEUからの金融支援の条件である財政緊縮策を巡ってEUと協議が進行している中で、ギリシャ国債のデフォルトなど信用不安の再発が懸念されている<sup>13</sup>。なお、(1)～(4)に関しては、我が国の輸出相手国経済が冷え込む点よりも、信用不安など国際金融市場の動揺が伝播することが懸念されている。

(5)の原油安による副作用については、①産油国など一部の国には景気へ

<sup>12</sup> これは、FRBバーナンキ議長(当時)が、2013年5月に当時の量的緩和政策第3弾(QE3)の規模縮小を示唆した際に、実際に起きたと見られている(経済産業省『通商白書2014』)。

<sup>13</sup> ギリシャの資金繰りに関しては、直近では2015年3月のIMF融資返済、7月のギリシャ国債償還がヤマ場と見られている(日本経済新聞(2015.2.12))。

のマイナス要素になること、②世界的なデフレ圧力の一因になること、③日欧の金融緩和政策と相まって、世界的な長期金利の引下げにつながるなどが指摘されている。このリスクは、例えば世界的なデフレ圧力が欧州経済のデフレ入りにつながるなど、他のリスク要因を助長する可能性もあると考えられる。

#### 4. おわりに

今回のGDP速報からは、実質で3四半期振りのプラス成長となり、景気の底打ちが見て取れたものの、成長の勢いは弱く、輸出と民間最終消費には先行き景気のけん引役を期待できる力強さはまだ見られない(1-1節)。先行きに関しては、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、騰勢が頭打ちになっており、今後も原油安が続く中では押上げ圧力は抑えられると考えられる(1-2節)。

先行き見通しについては、円安及び原油安が続く中で、物価上昇の勢いが頭打ちとなるとともに、名目賃金の伸びが続くことから、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内需主導の景気回復が進むと見込まれている。

また、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5要因を指摘したが(3節)、うち4つ((1)～(4))は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、残る1つ((5))は国際金融市場で決まるものことから、不確実性の払拭には時間を要すると考えられる。

#### 補論 原油安が続かず実質賃金が上がらなかった場合の影響(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、原油安と名目賃金上昇により実質賃金が上昇に転じることから、民間最終消費がけん引する形で景気回復が進むとされている。原油安は物価上昇を抑え、家計や企業にプラスの効果をもたらすと見られ、円安と共にその影響が重視されている。

原油価格については、今後も総じて原油安が続くと見られている。ただし、先行きについては、欧州や中国などが不安を抱える中で、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。日欧の金融緩和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。仮に原油価格が大きく上昇に転じるならば、見込まれていた実質賃金の上昇がむしろ下落に転じる可能性すらあり、シナリオに大きな影響が及ぶだろう。

そこで、今後想定どおり原油安が続く場合（標準シナリオ）と、原油価格が2014年秋以降の急落以前の水準に戻る場合（リスクシナリオ）とを比べ、想定が崩れた場合の影響をマクロモデルで試算した（補論図表）<sup>14,15</sup>。試算によると、物価上昇により実質雇用者報酬が押し下げられ、実質民間最終消費が落ち込むことなどから<sup>16</sup>、実質GDP成長率は2015年度に▲0.4%ポイント程度、2016年度には▲0.8%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）

	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)
実質GDP	1.3	1.7	▲0.4	0.9	1.7	▲0.8
実質民間最終消費	1.2	1.6	▲0.4	1.0	1.7	▲0.7
実質雇用者報酬	▲0.2	0.2	▲0.4	▲1.1	▲0.8	▲0.3

（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）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>14</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>15</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月期には58.5ドル/バレルにまで落ち込み、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、2015年1～3月期には原油価格が急落する前である2014年7～9月期の水準に戻る（108.41ドル/バレル）と仮定し、その後は標準シナリオと同じペースで上昇していくと仮定した。

<sup>16</sup> なお、民間最終消費の落ち込み以外にも、輸入の伸びや、企業収益の悪化を通じた民間企業設備投資の押下げも実質GDP成長率の押下げ要因となっている。