

# 2015年4～6月期GDP速報と先行き経済への視点

## ～体感物価上昇による消費態度の慎重化への懸念～

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. GDP成長率～踊り場局面入りした我が国経済

2015年4～6月期のGDP成長率（1次速報値、2015年8月17日内閣府公表）は、実質は▲0.4%（年率▲1.6%）と3四半期振りのマイナス成長、名目は0.0%（同0.1%）とほぼゼロ成長となった（図表1、2）。実質のマイナス成長は、世界的な成長鈍化を背景とした輸出（前期比▲4.4%、寄与度<sup>1</sup>▲0.8%ポイント）の減少と、実質賃金の下落が続く中での民間消費の落ち込み（前期比▲0.8%、寄与度▲0.4%ポイント）が大きく、景気は踊り場局面入りしたと見られる。民間消費については、前回の2015年5月時点の見通しでは<sup>2</sup>、春闘で2014年を超える賃上げが実現し、1～3月期に遜色ない程度の伸びが期待さ

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 4～6	7～9	10～12	2015 1～3	4～6
実質GDP	2.1	▲0.9	▲1.9	▲0.3	0.3	1.1	▲0.4
内需	(2.6)	(▲1.5)	(▲2.8)	(▲0.4)	(0.0)	(1.2)	(▲0.1)
民間最終消費支出	2.5	▲3.1	▲5.0	0.3	0.3	0.3	▲0.8
民間住宅投資	9.3	▲11.7	▲10.9	▲6.3	▲0.6	1.7	1.9
民間企業設備投資	4.0	0.5	▲4.6	▲0.0	0.2	2.8	▲0.1
民間在庫品増加	(▲0.5)	(0.5)	(1.2)	(▲0.6)	(▲0.2)	(0.5)	(0.1)
政府最終消費支出	1.6	0.4	0.1	0.3	0.3	0.3	0.4
公的固定資本形成	10.3	2.0	0.2	1.7	0.3	▲1.2	2.6
公的在庫品増加	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(▲0.0)	(0.0)	(▲0.0)
外需	(▲0.5)	(0.6)	(0.9)	(0.1)	(0.3)	(▲0.1)	(▲0.3)
財貨・サービスの輸出	4.4	7.9	0.6	1.8	2.8	1.6	▲4.4
財貨・サービスの輸入	6.7	3.6	▲3.9	0.9	0.9	1.8	▲2.6
名目GDP	1.8	1.6	0.2	▲0.7	0.8	2.2	0.0
名目雇用者報酬	1.0	1.7	0.8	0.5	0.1	▲0.0	0.2

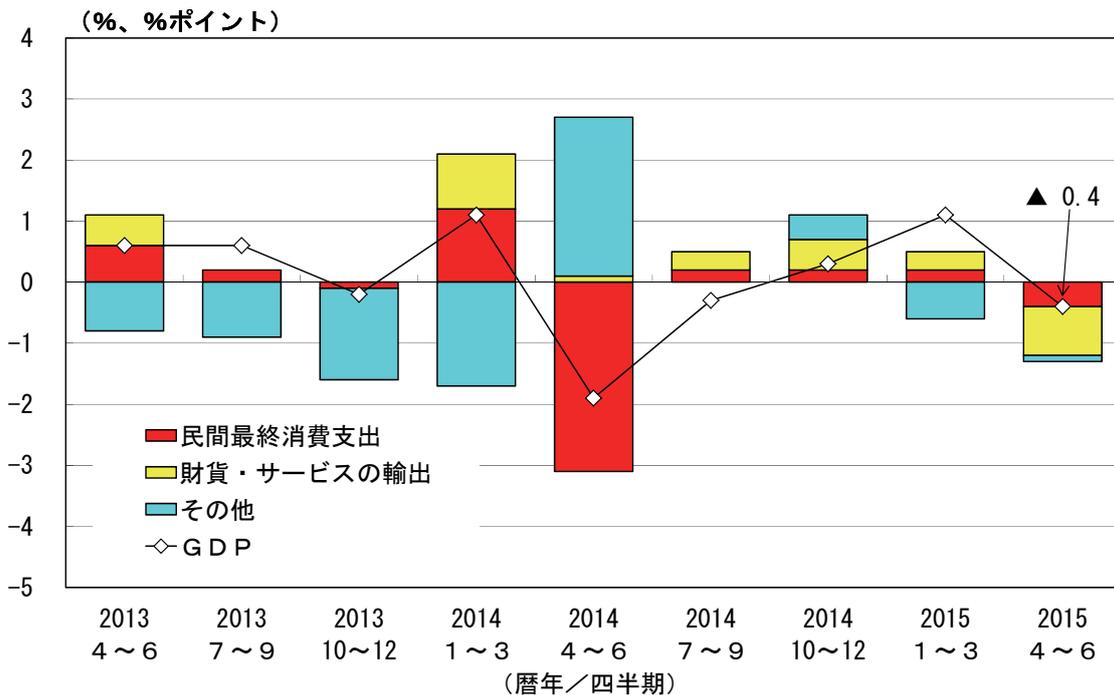
(注) 内需、外需、民間在庫品増加、公的在庫品増加の数値は実質GDPへの寄与度。

(出所) 内閣府『2015年4～6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> 5月時点の見通しの詳細については、拙稿「2015年1～3月期GDP速報と先行き経済への視点」『経済のプリズム』第141号、参議院事務局企画調整室（2015.6）を参照。

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) その他は民間消費と輸出を除く各項目の寄与度の和として計算した。

(出所) 内閣府『2015年4～6月期四半期別GDP速報（1次速報値）』

れていた。しかし、春闘の賃上げは想定どおり実現したものの<sup>3</sup>、①6月の天候不順によるエアコン等の販売不振などの一時的な押下げ要因があったこと<sup>4</sup>、②物価の騰勢は頭打ち<sup>5</sup>となる中で、名目賃金は押し上げ傾向にあるものの実質賃金の減少傾向にはまだ歯止めがかかっていないこと<sup>6</sup>、③4月以降の日用品の値上げ等を背景に家計の体感物価が高まり<sup>7</sup>、負担感が強まったことにより消費態度が慎重化したと見られることが落ち込みの要因になったと考えられる。

<sup>3</sup> 経団連によると、2015年の春闘の賃上げ率(定期昇給分を含む)は1.87%と2014年(1.76%)を上回った(日本経済団体連合会『2015年春季労使交渉・中小企業業種別妥結結果(加重平均)』)。

<sup>4</sup> 「甘利内閣府特命担当大臣記者会見要旨 平成27年8月17日」。

<sup>5</sup> 消費者物価指数(前年同月比)は、2015年4月以降、緩やかに伸び率のプラス幅が縮小している(総務省『消費者物価指数 全国』(2015年6月分))。

<sup>6</sup> 実質賃金伸び率=名目賃金伸び率-物価上昇率であるため、実質賃金は名目賃金が増える場合と物価上昇率が押し下げられる場合に上昇する。足下では、物価は上昇の勢いが弱く(脚注5参照)、一方で名目賃金の指標である「現金給与総額」(事業所規模5人以上、前年同月比、以下同じ)は2015年に入りプラス傾向に転じている。しかし、「実質賃金」(「現金給与総額」を消費者物価指数(持家の帰属家賃を除く総合指数)で割り引いたもの)は、5月にマイナスを脱したものの、6月には「現金給与総額」とともに再びマイナスに戻っており、まだ減少傾向を脱したとは言えない(厚生労働省『毎月勤労統計調査 平成27年6月分結果速報』)。

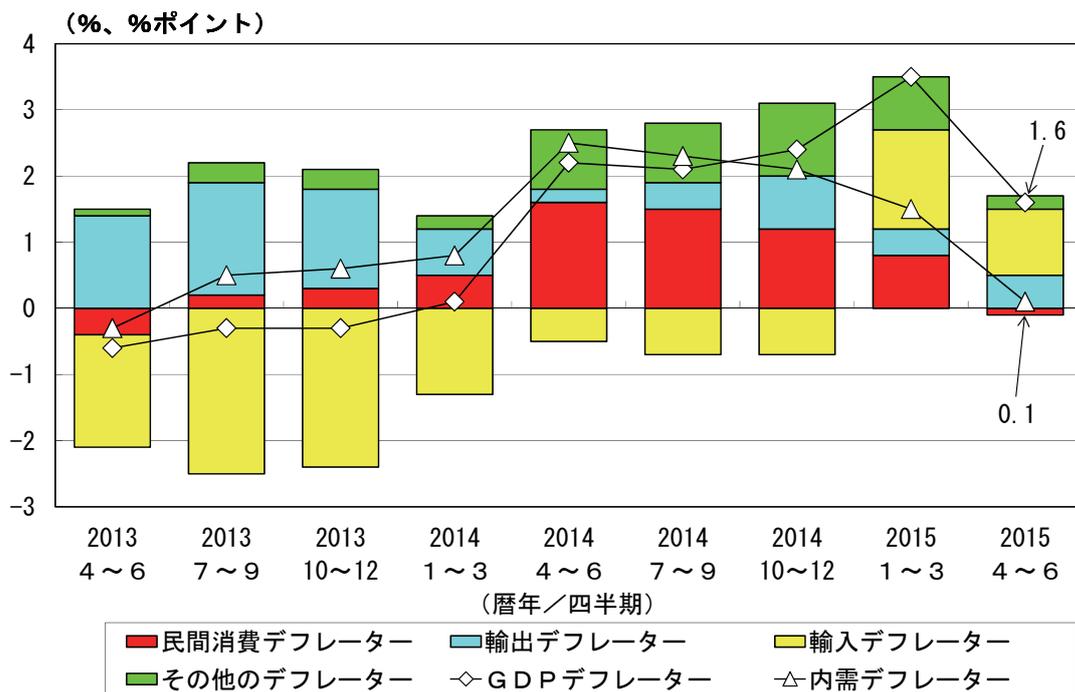
<sup>7</sup> 消費者物価指数の伸びのプラス幅は縮小している(脚注5参照)が、家計の物価上昇実感は強まり続けている(日本銀行『生活意識に関するアンケート調査』(第62回)の結果(2015.7.2))。

今後、景気が踊り場局面を脱して持ち直しへ向かうためには、大きく落ち込んだ民間消費と輸出の持ち直しが欠かせない。そのためには、①民間消費については、円安などを受けて好調な企業収益<sup>8</sup>を背景とした名目賃金の上昇が続くと見られる中で、原油安による物価押し下げ圧力がかかることから実質賃金も上昇傾向に転じることができるか、②輸出については、特に中国の不透明感が急速に高まっていることを踏まえて世界経済が成長力を取り戻していけるかどうかポイントと見込まれる。

### 1-2. 物価指標～弱まる国内発の物価上昇圧力

2015年4～6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1.6%、輸出入物価の影響を除いた内需デフレーターは0.1%となった。2015年度に入り消費税率引上げによる押し上げ分がはく落したため、両デフレーターともプラス幅が

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4～6月期四半期別GDP速報（1次速報値）』より作成。

<sup>8</sup> 上場企業の4～6月期決算は、決算発表を終えた企業の7割が前年同期比で経常利益が増加した（日本経済新聞(2015.8.3)）。

大幅に縮小し、特に内需デフレーターは、民間消費デフレーター<sup>9</sup>がマイナスに転じたことから、ほぼゼロとなった。一方、GDPデフレーターは、原油安を背景とした輸入デフレーターの落ち込みを受け、プラスを維持している<sup>10</sup>。

今後、景気が踊り場を脱し再び回復の勢いを増していくなれば、物価への上昇圧力も高まるだろう。物価上昇は、実質賃金の押し上げ圧力を抑制するとともに家計の体感物価の押し上げにつながる事が懸念されるが、かつてのような原油価格上昇による物価上昇とは異なり、景気回復による需給ひっ迫による物価上昇の場合はある程度の名目賃金の上昇も伴うと想定されることから、マイナス面は和らげられると考えられる。

## 2. 先行き景気のシナリオ～構図は維持・消費と輸出の回復は鈍化

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>11</sup>すると、足下では踊り場ながらも実質GDP成長率は2015年度が1%程度、2016年度が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）。

両年度を通じて、①円安及び原油安が続く中で企業収益の好調な伸びが続き、労働市場のひっ迫化も相まって名目賃金の伸びが続き。②原油安や消費税増税の影響はく落などを背景に物価の上昇は鈍いことから実質賃金も増勢に転じ、民間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発生すると見込まれている。

今回の民間シンクタンクの見通しは、前回の2015年5月時点の見通しと比べると<sup>12</sup>、シナリオの方向性にはほぼ変化が見られないが、足下の情報を踏まえて2015年度の民間消費と輸出の伸びは下方修正され、実質GDP成長率も押し下げられた。特に、輸出については中国経済の減速は長期化すると見られる中で、従来よりも回復力を弱く見る傾向が強まっている。また、民間消費につい

<sup>9</sup> 民間消費デフレーターと概念の近い消費者物価指数の動きについては、脚注5を参照。

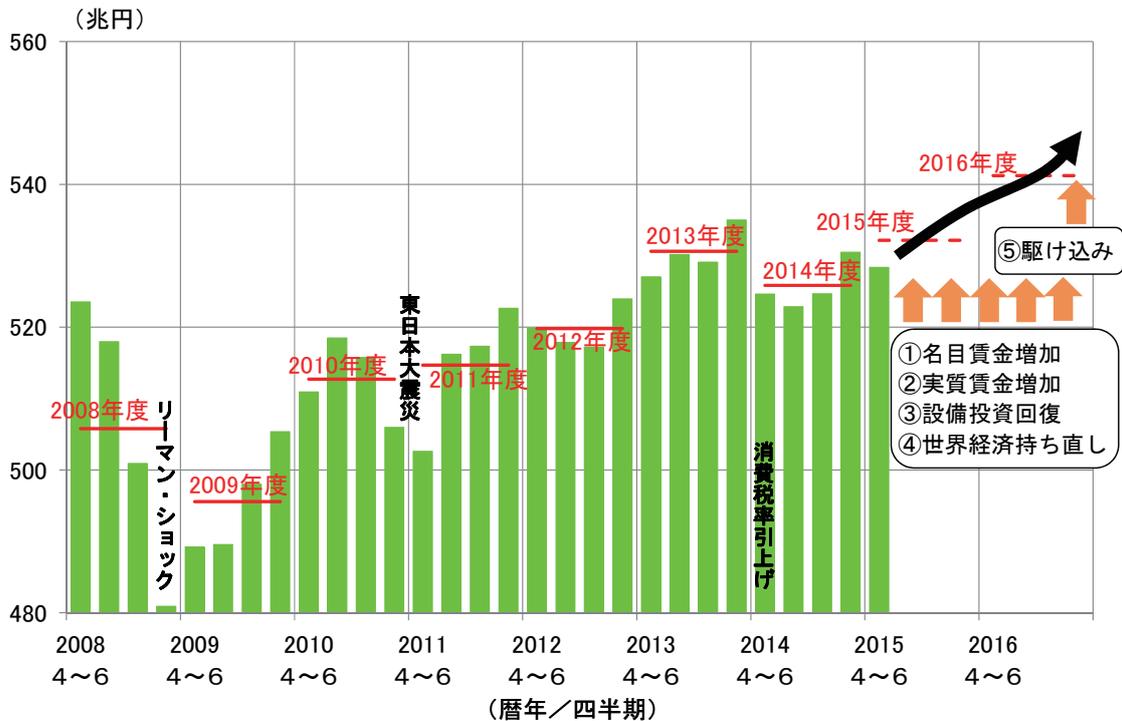
<sup>10</sup> 定義上、輸入デフレーターが下落すると、その他条件を一定にするとGDPデフレーターは上昇する。これは、名目値＝実質値×デフレーターという関係から、輸入デフレーターの下落は名目輸入額を押し下げるため、名目GDPを押し上げるからである。なお、これは実質値を固定した場合であり、名目値を固定した場合は実質輸入の押し上げ＝実質GDPの押し下げとなる。

<sup>11</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>12</sup> 5月時点の見通しの詳細については、脚注2を参照。

ても、円安が続く中で家計の体感物価が高まり、消費態度の慎重化が重石となることが懸念され始めている。

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。

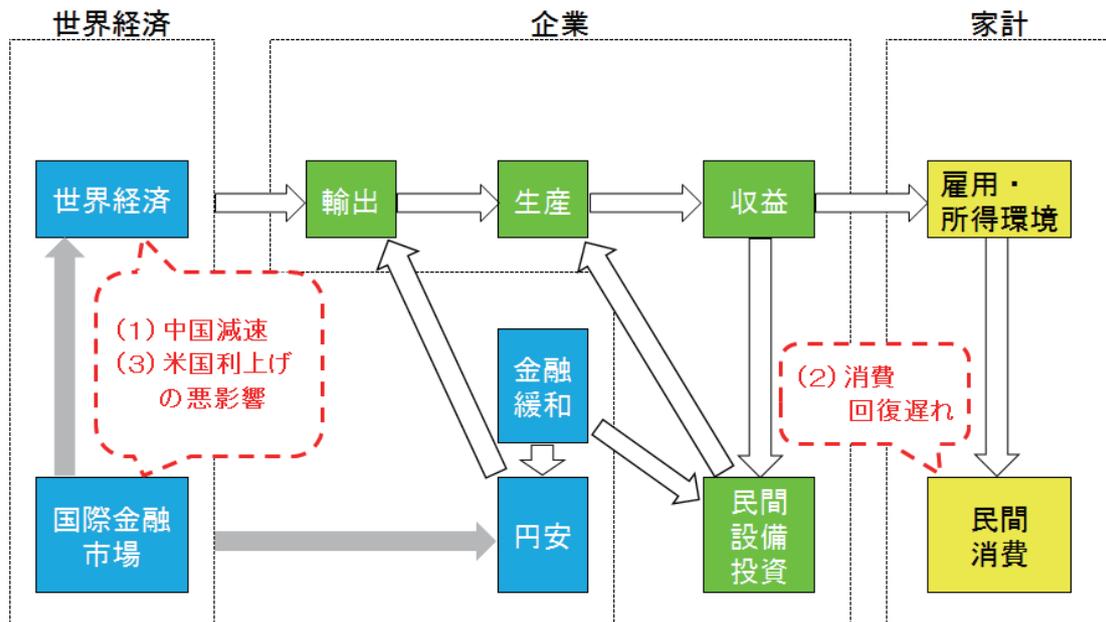
(出所) 内閣府『2015年4～6月期四半期別GDP速報（1次速報値）』、シンクタンク資料等より作成。

### 3. 景気シナリオのリスク要因～中国は金融面よりストック調整が懸念材料

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) 中国経済の更なる減速、(2) 民間消費の回復の遅れ、(3) 米国の利上げによる新興国及び国際金融市場の混乱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)の中国経済の更なる減速については、2016年度には実質GDP成長率が7%を割り込むとも見られている中で、従来からの過大投資による供給過剰などストック面での重石を背景として景気減速が想定以上に進み、世界経済の更なる成長鈍化を促し我が国の輸出に悪影響を及ぼすことが懸念される。なお、中国は、6～7月にわたる株価急落や8月中

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

旬の連日にわたる通貨人民元の事実上の切下げ<sup>13</sup>などの金融面での変化・変動が見られたが、この点はそれ程材料視されていない。

(2) の民間消費の回復の遅れについては、(1) や (3) 等の海外発のリスク要因が顕在化するならば、円高や株安が引き起こされることを通じて、家計の消費態度の慎重化が加速し、民間消費の回復が遅れ、踊り場脱却にも時間を要する可能性がある。また、この場合、民間消費の「原資」である賃金の大本である企業収益にも相当の影響が及ぶと考えられることから、マインド部分への影響にとどまらず、賃上げシナリオ自体が頓挫する危険性も危惧されよう。

(3) の米国の利上げによる新興国及び国際金融市場の混乱については、9月にもFRBによる利上げが行われるとの観測がある中で、米国の利上げによりこれまで新興国へ向けられていた資金が流出し<sup>14</sup>、新興国で通貨暴落及び景

<sup>13</sup> 中国の為替レートは、2005年に米ドルにペッグした管理変動相場制から通貨バスケット制度に移行しており、現在では市場での人民元（中国の通貨）を売買する際のレートは、中国人民銀行（中国の中央銀行）が毎日公表する「基準値」の上下2%以内の範囲のみ許される。中国人民銀行は、8月11～13日にかけて「基準値」を大幅に引き下げていることから、事実上の通貨切下げが行われたと見られている（JETRO ホームページ、日本経済新聞(2015. 8. 13)、同夕刊(2015. 8. 13)、朝日新聞(2015. 8. 13)）。

<sup>14</sup> この理由としては、①利上げ＝金融引締めにより理論的にはドル資金がひっ迫化すること、②その他条件を一定にすると、米国での資産運用が相対的に有利になることなどが挙げられる。

気悪化が引き起こされることが懸念される。実際、この懸念は過去にも観察されており<sup>15</sup>、足下でも 2015 年央以降の米国の利上げ観測の強まりを背景に、一部の新興国では通貨の下落が始まっている<sup>16</sup>。

#### 4. おわりに

2015 年 4～6 月期は、3 四半期振りのマイナス成長となった。民間消費の落ち込みは、春闘での賃上げは想定どおり実現したものの、物価上昇の勢いが鈍化する中での実質賃金の下落に加え、家計の体感物価の高まりによる消費態度の慎重化も一因と見られる（1-1 節）。今後は、民間消費には実質賃金のプラス転化が、輸出には世界経済の成長力回復がポイントとなる。物価については、国内発の押上げ圧力が弱まっている（1-2 節）。今後は景気回復が進むならば物価への上昇圧力も高まると見られるが、需給ひっ迫による物価上昇ならばある程度の名目賃金の上昇も伴うと想定され、物価上昇による実質賃金の押上げ圧力や家計の体感物価の押上げといったマイナス面は和らげられるだろう。

先行き見通しについては、企業収益の好調さなどから名目賃金が伸び、原油安局面が続く中で物価上昇が頭打ちとなることから実質賃金も上昇に転じ、民間消費を中心に景気回復が進むと見込まれる（2 節）。ただし、中国経済の減速などから輸出の回復力は弱く、また円安を背景に家計の体感物価が高まり、消費態度の慎重化が民間消費の重石となることも懸念され始めている。

一方、先行き見通しのリスク要因について、内外経済に関わる 3 要因を挙げたが（3 節）、国内経済に係るリスク要因（(2)）も結局は海外リスクの動向に依拠するものであることから、最終的には 3 要因とも海外における政策対応や国際金融市場の動向に左右されると考えられ、不確実性の払拭は容易ではないと考えられる。なお、中国については、足下で見られた株価暴落や人民元切下げといった金融面の要因についてはあまり材料視されておらず、むしろ構造的な要因が中国の回復力への重石となる点が懸念されている。

---

<sup>15</sup> 米国 F R B がそれまで行っていた金融拡張政策の規模縮小を決定した 2013 年 12 月やバーナンキ F R B 議長（当時）が規模縮小を「ほのめかした」2013 年 5 月には、以降数ヶ月にわたって一部の新興国で資金流出及び通貨暴落が発生した。これに対し、各国では通貨価値の防衛を目的とした金融引締めを行ったため、副作用として实体经济へ悪影響が及んでいる。

なお、通貨価値の下落は輸入物価の上昇によるインフレ発生につながることに加え、累積的な経常赤字状態が続いている（すなわち対外債務を抱えている）国の場合には債務負担の増大につながり、ひいては返済能力が不安視され更なる資金流出を引き起こすことも懸念される。

<sup>16</sup> 日本経済新聞（2015. 8. 20）。

## 【参考文献】

第一生命経済研究所『2015・2016年度日本経済見通し』、2015年8月  
ニッセイ基礎研究所『2015・2016年度経済見通し（15年8月）』、2015年8月  
日本経済研究センター『第163回四半期経済予測』、2015年8月  
日本総合研究所『2015～2016年度改訂見通し』、2015年8月  
みずほ総合研究所『2015・16年度内外経済見通し』、2015年8月  
三菱総合研究所『2015、2016年度の内外景気見通し』、2015年8月  
三菱UFJモルガン・スタンレー証券『15～16年度改訂経済見通し（15年8月）』、  
2015年8月

## 補論 消費態度の慎重化による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、賃金が名実共に上昇し、それを背景に民間消費が伸びることで景気は踊り場を脱し、緩やかな回復を実現するとしている。今回のシナリオは、1～3月期GDP速報（1次速報値）が公表された前回の5月時点の見通しと比べて輸出の回復力は弱いと見ており、相対的に景気回復への貢献度合いにおける民間消費に対する期待の比重が高まっている。

ただし、民間消費回復の前提条件とも言える賃上げの実現は続くと思われるが、騰勢が鈍化する物価指標とは対照的に、日用品の値上げなどを背景に家計の体感物価はいまだ高まっていることから、家計の消費態度の慎重化への懸念が見られ始めている。この点は、今回の4～6月期の民間消費の押下げの要因の一つと見られているとともに、今後円安局面が継続する以上は原材料費の値上げを背景とした日用品の値上げは続く可能性があり、先行きの民間消費の重石になる可能性もある。

そこで、家計の消費態度が基本的に変化しない場合（標準シナリオ）と、標準シナリオよりも慎重化する場合（リスクシナリオ）とを比べ<sup>17</sup>、その影響をマクロモデルで試算した（補論図表）<sup>18</sup>。試算によると、家計の消費態度が慎重化し平均所得性向（脚注17参照）が1%ポイント程度低下した場合、実質民間消費は2015年度には0.8%ポイント程度、2016年度には0.4%ポイント程度

<sup>17</sup> 家計の消費態度については、試算に用いたマクロ計量モデルの構造上、平均消費性向（所得のうち消費に回す割合）を代理変数として用いた。なお、平均消費性向の想定（前年同期比、以下同じ）は、標準シナリオでは2015年度はほぼ変化せず2016年度にかけて上昇する（特に、駆け込み消費が見込まれる2017年1～3月期は伸びが高まる）、リスクシナリオでは標準シナリオと比べて2015年7～9月期以降の平均消費性向が1%ポイント程度弱まると仮定した。

<sup>18</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。

落ち込む。そのため、実質GDP成長率は、2015年度には0.5%ポイント程度、2016年度には0.2%ポイント程度低下するという結果となった<sup>19</sup>。

補論図表 家計の消費態度が慎重化した場合の影響（試算）

（単位：%、%ポイント）

（伸び率）	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	0.5	1.0	▲ 0.5	1.4	1.7	▲ 0.2
実質民間最終消費	▲ 0.6	0.2	▲ 0.8	1.2	1.6	▲ 0.4

（注1）「標準シナリオ(A)」と「リスクシナリオ(B)」の定義については、本文を参照。

（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>19</sup> なお、実質GDP成長率の押下げ幅（補論図表の「差」）は、2016年度になると2015年度より縮小しているが、これは「慎重化」の代理変数である平均消費性向の想定値の与え方（脚注17参照）によるものであり、GDPの金額を見ると2015年度よりも2016年度の方が押下げ幅は拡大している。