

日本経済の4～6月期成長率は大幅マイナスながら概ね想定内、輸出と在庫投資が懸念材料

4～6月期の実質GDP成長率は前期比▲1.7%（年率▲6.8%）と大幅なマイナスになった。駆け込み需要の反動落ちにより個人消費と住宅投資が大幅に減少したほか、設備投資や公共投資も減少した。輸出もアジア新興国向けを中心に減少したが、輸入の大幅減により純輸出は成長率に対してプラス寄与となり、在庫投資も比較的大きなプラス寄与となった。4～6月期の大幅マイナス成長は、内容を含め概ね想定の範囲内であり、景気見通しの修正を迫るものではないものの、輸出回復の遅れや反動落ちの可能性のある在庫投資が懸念材料である。

4～6月期の実質GDP成長率は概ね事前予想通り

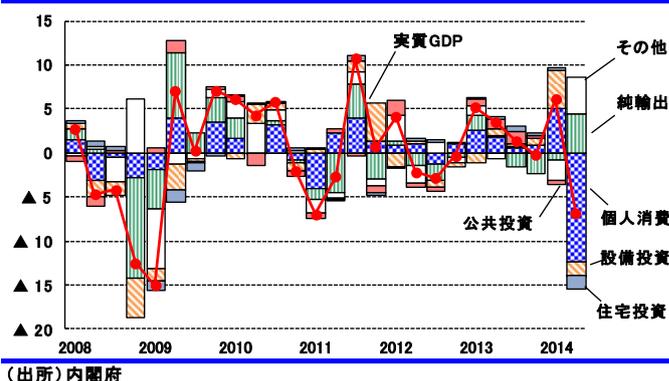
本日、発表された2014年4～6月期GDPの1次速報値は、前期比▲1.7%（年率▲6.8%）と大幅な落ち込みとなったが、概ね事前予想¹の範囲であった。なお、落ち込みの大きさは、東日本大震災の発生により景気が冷え込んだ2011年1～3月期（前期比▲1.8%、年率▲6.9%）と同程度である。

主な需要項目の内訳を見ると、消費増税に伴う駆け込み需要の反動落ちにより個人消費が前期比▲5.0%となり、実質GDP成長率を3.1%Pt（年率12.4%Pt）押し下げたほか、住宅投資が前期比▲10.3%と大幅に減少した（実質GDP成長率に対する寄与度は前期比▲0.3%Pt、年率で▲1.4%Pt）。前回の消費税率引き上げ時（1997年4～6月期）においては、個人消費が前期比▲3.5%、住宅投資が▲11.2%であり、個人消費でマイナス幅が前回よりも拡大したのは、今回の方が増税幅が大きかったことを反映した面が大きいと言える。一方、住宅投資でマイナス幅が縮小したのは、供給力不足により住宅建設工事の進捗が遅れているためとみられる。

そのほか、民間企業設備投資も前期比▲2.5%と5四半期ぶりの減少に転じ、実質GDP成長率を0.4%Pt（年率1.5%Pt）押し下げた。1～3月期に前期比7.7%もの大幅拡大²となった反動による部分が大きいとみられる。ただ、減少したとはいえ4～6月期の水準は10～12月期を5.0%も上回っており、設備投資は拡大基調を維持していると判断すべきであろう。

公共投資（公的固定資本形成）は前期比▲0.5%となり、2四半期連続のマイナスではあるが、1～3月期の▲2.5%からはマイナス幅が縮小した。さらに、今年2月に予算化された昨年度補正予算の執行が本格化したことを受けて先行指標は1～3月期以降、持ち直しており、公共投資は7～9月期にかけて拡大している模様である。

実質GDPの推移（季節調整値、前期比年率、%）



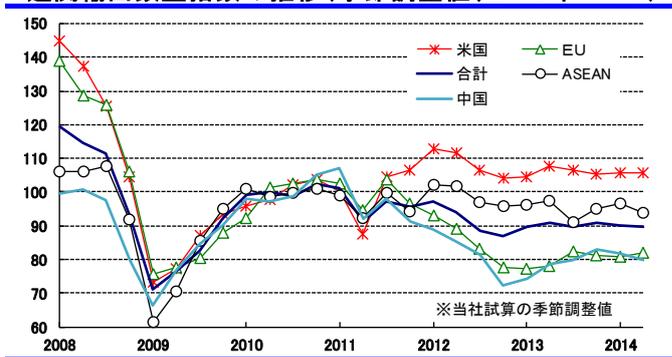
¹ ESPフォーキャスト調査では前期比年率▲6.81%、ロイター調査では▲7.1%であった。

² ウィンドウズXPのサポート終了（2014年4月）に伴う駆け込み需要が押し上げ要因の一つとして指摘されている。

輸出も前期比▲0.4%と3四半期ぶりのマイナスに転じた。サービス輸出は前期比4.2%と増勢を維持したものの、財貨輸出が▲1.2%と減少した。通関輸出数量指数の動向を見ると、ASEAN向けが化学製品や輸送用機器（自動車部品、船舶）を中心に、中国向けが一般機械や繊維製品などを中心に落ち込んでおり、主にこれらアジア新興国向け輸出の減少が財貨輸出全体を押し下げたとみられる。一方で、輸入は駆け込み需要の反動落ちに伴って前期比▲5.6%と大幅に減少したため、純輸出（輸出－輸入）の実質GDP成長率に対する寄与度は前期比1.1%Pt（年率4.4%Pt）となり、成長率の落ち込みを緩和した。

在庫投資も、実質GDP成長率に対する寄与が前期比1.0%Pt（年率3.9%Pt）と比較的大きなプラスとなった。最終需要の急激な落ち込みほどに供給を抑制できなかった、ないしは意図的に供給を抑制しなかったことを示しており、いずれにしても、7～9月期以降に、在庫投資のマイナス寄与という形で大幅増の反動が生じる可能性がある。

通関輸出数量指数の推移（季節調整値、2010年=100）



景気見通しの大幅修正は不要だが輸出と在庫投資の先行きに留意が必要

上記の通り、4～6月期の実質GDP成長率は、前期比で大幅なマイナスとなり、その結果、前年同期比で見ても1～3月期の3.0%から▲0.1%と小幅ながらマイナスに転じた。しかしながら、消費増税に伴う駆け込み需要の反動落ちにより個人消費や住宅投資が大幅に落ち込むことは想定範囲内であり、その他の需要についても、設備投資は増加傾向を維持しており、公共投資も足元では拡大に転じているとみられることから、今回の4～6月期GDPは景気見通しの大幅な修正を迫るものではないと判断できる。

そのため、日本経済が今後、徐々に持ち直し、来年にかけてデフレ脱却が期待できる状況へ回復する可能性が高いという見方を維持する。そして、この見通しが実現するかどうかを見極める上で重要なポイントをやや詳細に挙げると、①反動落ちが一巡し7～9月期に前期比でプラス成長に転じるかどうか、②7～9月期に経済活動が正常化したと言える水準に戻るかどうか、③景気回復の持続性を期待させる動きが広がるかどうか、となる。②については、前年比が企業経営の指標となりやすいことを踏まえ、少なくとも実質GDP成長率が前年同期比でもプラスに転じるかどうかを重要であるとする。③については、雇用の拡大や賃金の上昇など自律的な景気回復に不可欠な動きが持続するか注目したい。加えて、懸念材料として残る輸出の回復の遅れや在庫投資の先行きについても注視する必要がある。