

2015年11月16日 全5頁

## Indicators Update

# 2015年7-9月期 GDP 一次速報

在庫調整を主因に2四半期連続のマイナス成長

エコノミック・インテリジェンス・チーム  
エコノミスト 長内 智  
エコノミスト 小林 俊介

### [要約]

- 2015年7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率▲0.8%（前期比▲0.2%）と、市場コンセンサス（前期比年率▲0.2%、前期比▲0.1%）を下回った。実質GDPのマイナス成長は2四半期連続である。個人消費と輸出が増加に転じたものの、設備投資の減少や大幅な在庫調整が全体を押し下げた。海外の「2四半期連続のマイナス成長＝景気後退」という基準に従えば、日本経済は景気後退局面入りしたと評価できる。ただし、今回のマイナス成長の主因が在庫調整であることやマイナス幅が小幅なものに留まったことを勘案し、さらには実質GDPの水準を均して基調を判断すると、実態として景気が大きく腰折れしたとは考えていない。
- 2015年7-9月期の結果を需要項目別に見ると、個人消費は前期比+0.5%と2四半期ぶりの増加となったが、4-6月期の減少幅（同▲0.6%）を取り戻しておらず、個人消費の回復ペースに力強さは見られない。設備投資は前期比▲1.3%と2四半期連続の減少となり、これまでの増勢一服が鮮明になった格好だ。民間在庫品増加は前期比寄与度▲0.5%ptと3四半期ぶりのマイナス寄与となり、実質GDPを大きく押し下げた。輸出は前期比+2.6%と2四半期ぶりの増加となった。
- 当社のメインシナリオとして、先行きの日本経済は海外経済減速の影響が緩和する中で、良好な雇用環境や所得環境の改善を背景とする個人消費の回復などを受けて、「踊り場」局面から徐々に持ち直すと予想している。個人消費は、良好な雇用環境や所得環境の改善を背景に、振れを伴いながらも持ち直しの動きが続くと見込む。輸出は、海外経済減速の影響が緩和する中で、強弱入り混じりながらも緩やかな回復基調が続くと考えている。設備投資は、過去最高水準の企業収益などを背景に、振れを伴いながらも緩やかに増加するとみている。

※当社は、11月20日（金）に「第187回 日本経済予測」の発表を予定している。

## 2 四半期連続のマイナス成長となり、市場コンセンサスを下回る

2015年7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率▲0.8%（前期比▲0.2%）と、市場コンセンサス（前期比年率▲0.2%、前期比▲0.1%）を下回った。実質GDPのマイナス成長は2四半期連続である。個人消費と輸出が増加に転じたものの、設備投資の減少や大幅な在庫調整が全体を押し下げた。海外の「2四半期連続のマイナス成長＝景気後退」という基準に従えば、日本経済は景気後退局面入りしたと評価できる。ただし、今回のマイナス成長の主因が在庫調整であることやマイナス幅が小幅なものに留まったことを勘案し、さらには実質GDPの水準を均して基調を判断すると、実態として景気が大きく腰折れしたとは考えていない。

7-9月期の実質GDPの内容を踏まえると、市場では2015年度補正予算に対する期待感が一段と高まることになろう。現在のところ、補正予算のテーマとして、TPP（環太平洋戦略的経済連携協定）関連や1億総活躍社会の実現といった中期的な視点のものが一定のウエイトを占めると見込まれるが、足下で冴えない民間需要を浮揚させるような対策が打ち出されるか否かにも注目したい。

### 2015年7-9月期 GDP（一次速報）

		2014		2015		
		7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期
実質国内総生産(GDP)	前期比%	▲ 0.3	0.3	1.1	▲ 0.2	▲ 0.2
	前期比年率%	▲ 1.1	1.2	4.6	▲ 0.7	▲ 0.8
民間最終消費支出	前期比%	0.2	0.4	0.4	▲ 0.6	0.5
民間住宅	前期比%	▲ 6.8	▲ 0.7	2.0	2.4	1.9
民間企業設備	前期比%	0.3	0.0	2.4	▲ 1.2	▲ 1.3
民間在庫品増加	前期比寄与度%pt	▲ 0.5	▲ 0.3	0.5	0.3	▲ 0.5
政府最終消費支出	前期比%	0.3	0.3	0.3	0.6	0.3
公的固定資本形成	前期比%	1.7	0.2	▲ 1.3	2.1	▲ 0.3
財貨・サービスの輸出	前期比%	1.6	2.9	1.9	▲ 4.3	2.6
財貨・サービスの輸入	前期比%	1.1	0.9	1.9	▲ 2.8	1.7
内需寄与度	前期比寄与度%pt	▲ 0.3	▲ 0.0	1.2	0.0	▲ 0.3
外需寄与度	前期比寄与度%pt	0.1	0.3	▲ 0.0	▲ 0.2	0.1
名目GDP	前期比%	▲ 0.5	0.7	2.2	0.2	0.0
	前期比年率%	▲ 1.9	2.7	9.0	0.6	0.1
GDPデフレーター	前年比%	2.1	2.3	3.5	1.5	2.0

（注）寄与度は四捨五入の関係上、実質GDP成長率と必ずしも一致しない。

（出所）内閣府統計より大和総研作成

### 需要項目別動向：設備投資の減少や大幅な在庫調整が全体を押し下げ

2015年7-9月期の結果を需要項目別に見ると、個人消費は前期比+0.5%と2四半期ぶりの増加となったが、4-6月期の減少幅（同▲0.6%）を取り戻しておらず、個人消費の回復ペースに力強さは見られない。均してみると、個人消費は横ばい圏で推移していると評価できる。この背景としては、雇用・所得環境の改善に伴う実質雇用者報酬の増加が押し上げに寄与した一方で、食料品などの値上げラッシュを背景に、家計の節約志向の高まりが重石になっていることなどが指摘できる。個人消費の内訳を見ると、4-6月の落ち込みからの反動もあって、内訳の財・

サービスの全4項目がプラスとなった。耐久財（同+1.4%）と半耐久財（同+2.6%）は、2四半期ぶりに増加した。4月の軽自動車増税などに伴い低迷していた自動車販売に反転の動きが出てきたことや、気温低下を受けて秋物衣料品の売れ行きが良好だったことなどがプラスに作用した格好だ。非耐久財は、同+0.2%と小幅ながらも2四半期ぶりに増加した。サービスは同+0.4%と4四半期連続のプラスとなり、堅調な推移が続く。

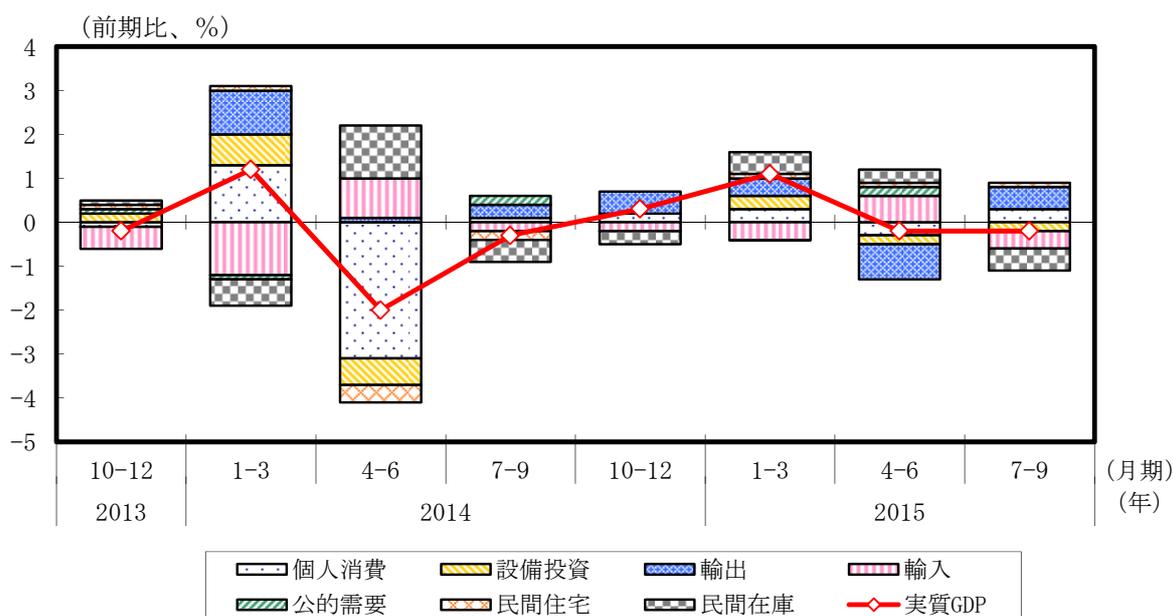
住宅投資は前期比+1.9%と3四半期連続の増加となった。GDPベースの住宅投資に先行する新設住宅着工戸数は、家計の雇用・所得環境の改善や低水準の住宅ローン金利などを背景に、緩やかな持ち直しの動きが続く。進捗ベースで計上される住宅投資も住宅着工から時間的なラグを伴って増加傾向が継続している。

設備投資は前期比▲1.3%と2四半期連続の減少となり、これまでの増勢一服が鮮明になった格好だ。また、日銀短観や日本政策投資銀行のアンケート調査では、企業の設備投資に対する前向きな姿勢が示されているが、それとは対照的な結果となった。設備投資の一致指標である資本財総供給や資本財出荷の動向を確認すると、電力用と輸送用が前期に減少した反動などもあってプラスに寄与した一方で、製造設備用や事務用といった項目が押下げに寄与した模様だ。

民間在庫品増加は前期比寄与度▲0.5%ptと3四半期ぶりのマイナス寄与となり、実質GDPを大きく押し下げた。当社は、4-6月期のGDP統計について、最終需要が弱い中で在庫が積み上がっており、今後の在庫調整が懸念材料であると指摘してきたが、それが7-9月期から顕在化した格好だ。全ての内訳がマイナスに寄与し、特に流通在庫の押下げ寄与が大きい。

公共投資は前期比▲0.3%と小幅ながらも2四半期ぶりに減少した。過去の経済対策に伴う押し上げ効果はく落する中で公共投資の先行指標が総じて弱い動きとなっており、先行指標から時間的なラグを伴って公共投資もマイナスに転じた格好だ。

### 実質 GDP と需要項目別寄与度の推移



輸出は前期比+2.6%と2四半期ぶりの増加となった。中国をはじめとする新興国経済の減速を背景に、貿易統計ベースの「財」の輸出は弱い動きが続いている。特に、海外の企業部門の弱さや資源安などを背景に資本財や素材等が冴えない。しかし、SNA（国民経済計算）ベースに組み替えた輸出が貿易統計ほどに悪くないことや、訪日外国人の増加などを受けてサービス輸出が増加したことなどが押し上げに寄与した模様である。輸入も前期比+1.7%と2四半期ぶりに増加した。輸出の増加幅が輸入の増加幅を上回った結果、外需（純輸出）寄与はゼロ近傍ながらも同+0.1%pt のプラスとなった。

GDP デフレーターは前期比+0.2%と4四半期連続で上昇した。上昇幅は前期（同+0.3%）から小幅に縮小したものの、総じて底堅く推移している。国内需要デフレーターが同+0.2%と2四半期連続の上昇となった一方で、輸出デフレーターがマイナスに転じたことなどが全体の重石となった。なお、GDP デフレーターの前年比は+2.0%と、7四半期連続の上昇、上昇幅は前期から拡大した。名目 GDP は前期比年率+0.1%（前期比+0.0%）と小幅ながらも4四半期連続の増加となった。

### 先行きの日本経済は徐々に持ち直すと予想

当社のメインシナリオとして、先行きの日本経済は海外経済減速の影響が緩和する中で、良好な雇用環境や所得環境の改善を背景とする個人消費の回復などを受けて、「踊り場」局面から徐々に持ち直すと予想している。

個人消費は、良好な雇用環境や所得環境の改善を背景に、振れを伴いながらも持ち直しの動きが続くと見込む。現在、毎月勤労統計でみる名目賃金は、統計のサンプル替えの影響などで冴えない動きが続く。しかし、今年の春闘におけるベースアップの動向や他のボーナス調査の動向を踏まえると、賃金の実態はこの統計で見る以上に底堅いと考えている。また、良好な雇用環境や最低賃金の引き上げなどによって、パート・アルバイトの賃金上昇が続いており、年金改定率の上昇を受けて年金受給世帯の可処分所得も一定程度増加している。さらには、消費者物価上昇率の低下を通じた実質賃金の押し上げ効果が続くことや、雇用者数の増加傾向が続いていることも、個人消費を下支えする要因になるとみている。

住宅投資は、雇用・所得環境の改善と低い住宅ローン金利に下支えされ、底堅い動きが続くと予想している。加えて、2016年に入ると、消費税の再増税を見据えて住宅購入を検討する世帯が徐々に増加し始めることもプラスに作用しよう。ただし、先行指標である住宅着工戸数の増勢が鈍化していることを踏まえると、しばらく増加テンポは緩やかなものに留まると想定している。なお、最近発覚したマンション施工におけるデータ偽装問題の行方には若干注意したい。この問題が長期化することになれば、新築マンションの安全性への不信感が高まり、消費者が購入を先送りする可能性がある。過去を振り返ると、2005年に発覚した耐震強度偽装事件を受けて2007年に建築基準法が改正され、それによって住宅投資が大きく落ち込んだことは記憶に新しいところである。

公共投資は、過去の経済対策による下支え効果が徐々にはく落する中で、減少傾向が続くと予想する。すでに、先行指標である請負や受注状況の頭打ち傾向が強まっており、基調としては、それに沿って推移すると考えている。

輸出は、海外経済減速の影響が緩和する中で、強弱入り混じりながらも緩やかな回復基調が続くと考えている。米国では家計部門を中心に底堅い景気拡大が続いており、耐久財を中心に輸出の増勢回復が見込まれる。欧州経済については原油価格下落やECB（欧州中央銀行）による量的緩和政策の効果などから緩やかに持ち直しており、12月にはECBの追加緩和も期待される。このため、夏場に弱さの見られた欧州向け輸出も徐々に増加基調へ復するだろう。アジア経済に関しては、中国の預金準備率引き下げや利下げなどによる実体経済の底上げ効果が個人消費などで確認され始めており、消費財等を中心として一段の需要減少は回避される公算が大きい。

設備投資は、過去最高水準の企業収益などを背景に、振れを伴いながらも緩やかに増加するとみている。日銀短観などの設備投資計画調査では、設備投資に対して前向きな姿勢が示されており、更新投資や省人化・省エネ化投資などが期待される。ただし、現在の企業マインドは実態よりやや強気であるとみており、今後の下振れリスクに注意する必要があるだろう。これは、中国をはじめとする新興国経済の減速や海外の企業部門の弱さなどを受けて輸出が停滞し、個人消費の回復ペースも冴えない中で、製造業を中心に設備投資を先送りする企業が増える可能性が高まっているためである。加えて、先行指標である機械受注に弱さが見られる点にも留意したい。