

2015年12月8日 全4頁

## Indicators Update

# 2015年7-9月期 GDP 二次速報

一次速報のマイナスからプラスへ大幅に上方修正

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（二次速報）は前期比年率+1.0%（前期比+0.3%）と、一次速報（前期比年率▲0.8%、前期比▲0.2%）から大幅に上方修正され、市場コンセンサスも上回った。今回の結果が市場コンセンサスに比べて上振れしたのは、一次速報から横ばいと予想されていた在庫投資が上方修正されたことによる。ただし、4-6月期と均してみると、今回の7-9月期の二次速報は、日本経済が「踊り場」局面にあるという当社のこれまでの見方を再確認させる結果だと言えよう。
- 一次速報からの改訂内容を需要項目別に見ると、個人消費と公共投資が下方修正される一方で、在庫投資と設備投資が大きく上方修正され、全体を押し上げた。法人企業統計の結果などを受けて、一次速報では「減少」（前期比▲1.3%）となっていた設備投資が同+0.6%と「増加」に転じた。

※当社は、本日中に「第187回 日本経済予測（改訂版）」の発表を予定している。

		2014		2015			
		7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	
						一次速報	二次速報
実質国内総生産(GDP)	前期比%	▲0.7	0.5	1.1	▲0.1	▲0.2	0.3
	前期比年率%	▲2.8	1.8	4.4	▲0.5	▲0.8	1.0
民間最終消費支出	前期比%	0.0	0.4	0.3	▲0.5	0.5	0.4
	民間住宅	▲6.9	▲0.7	2.0	2.5	1.9	2.0
	民間企業設備	▲0.4	0.2	2.7	▲1.3	▲1.3	0.6
	民間在庫品増加	▲0.6	▲0.1	0.5	0.3	▲0.5	▲0.2
政府最終消費支出	前期比%	0.2	0.4	0.2	0.4	0.3	0.3
公的固定資本形成	前期比%	1.6	▲0.5	▲2.0	3.3	▲0.3	▲1.5
財貨・サービスの輸出	前期比%	1.6	2.9	1.9	▲4.3	2.6	2.7
財貨・サービスの輸入	前期比%	1.1	0.8	1.7	▲2.6	1.7	1.7
内需寄与度	前期比寄与度%pt	▲0.7	0.1	1.1	0.1	▲0.3	0.1
外需寄与度	前期比寄与度%pt	0.1	0.3	▲0.0	▲0.2	0.1	0.1
名目GDP	前期比%	▲0.9	0.8	2.0	0.2	0.0	0.4
	前期比年率%	▲3.4	3.4	8.4	0.6	0.1	1.6
GDPデフレーター	前期比%	2.0	2.3	3.3	1.5	2.0	1.8
	前年比%						

(注1) 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。

(注2) 前期比、前期比年率は季節調整値、前年比は原系列。

(出所) 内閣府統計より大和総研作成

## 実質 GDP 成長率は一次速報から大幅に上方修正

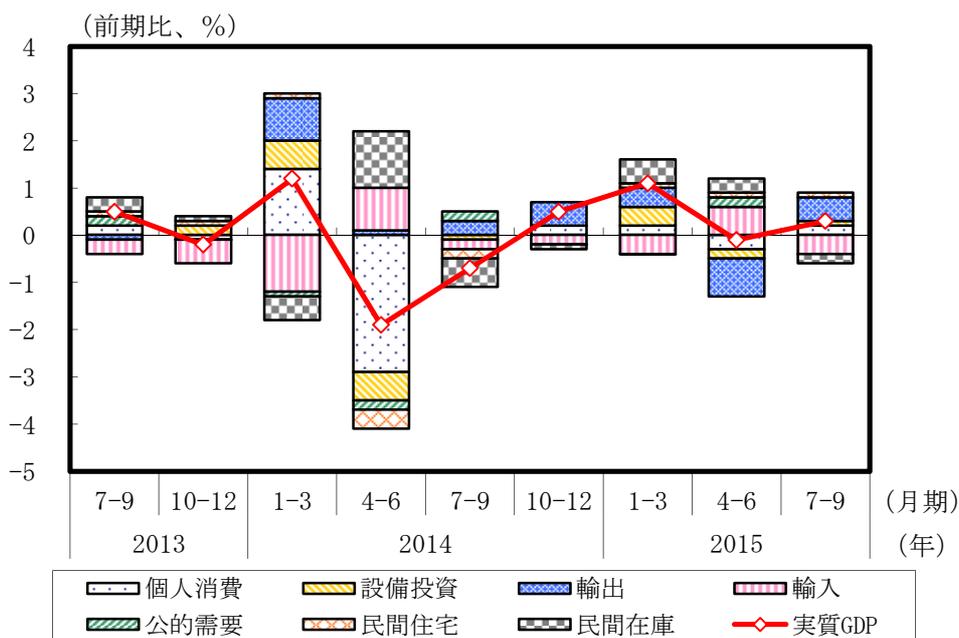
2015年7-9月期の実質GDP成長率（二次速報）は前期比年率+1.0%（前期比+0.3%）と、一次速報（前期比年率▲0.8%、前期比▲0.2%）から大幅に上方修正され、市場コンセンサス（前期比年率+0.1%、前期比+0.0%）も上回った。今回の結果が市場コンセンサスに比べて上振れしたのは、一次速報から横ばいと予想されていた在庫投資が上方修正されたことによる。ただし、4-6月期と均してみると、今回の7-9月期の二次速報は、日本経済が「踊り場」局面にあるという当社のこれまでの見方を再確認させる結果だと言えよう。また、改訂の内容については、設備投資が大幅に上方修正された点をポジティブに評価している。

## 設備投資と在庫投資の大幅な上方修正が全体を押し上げ

一次速報からの改訂内容を需要項目別に見ると、個人消費と公共投資が下方修正される一方で、在庫投資と設備投資が大きく上方修正され、全体を押し上げた。法人企業統計の結果などを受けて、一次速報では「減少」（前期比▲1.3%）となっていた設備投資が同+0.6%と「増加」に転じた。在庫投資は前期比寄与度▲0.2%ptと一次速報（同▲0.5%pt）から大幅な修正となり、市場予想（前期比寄与度▲0.5%pt）を上回った。形態別に見ると、在庫投資の4形態のうち「原材料在庫」と「流通在庫」が上方修正され、「製品在庫」と「仕掛品在庫」は横ばいとなった。特に、「流通在庫」の改訂幅が大きく、基礎統計である「商業動態統計」の商品手持額が確報化に伴い大きく改訂された影響が大きいと考えている。

他の項目については、政府消費と輸入が一次速報から横ばいとなり、住宅投資と輸出は一次速報から上方修正されたものの、GDPへの影響はほとんど見られない。

## 実質 GDP の推移



## 需要項目別動向：在庫調整が顕在化し始めたという構図は変わらず

2015年7-9月期（二次速報）の結果を基に需要項目の動向を改めて確認すると、個人消費は前期比+0.4%（一次速報：同+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。

住宅投資は前期比+2.0%（一次速報：同+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格好だ。

設備投資は前期比+0.6%（一次速報：同▲1.3%）と2四半期ぶりの増加となり、振れを伴いながらも緩やかな増加傾向が続いている。企業収益が過去最高水準にある中で、企業のキャッシュフローが高水準で推移していることなどが設備投資の増加につながったと考えている。

民間在庫品増加は前期比寄与度▲0.2%ptと3四半期ぶりのマイナス寄与となった。これまで積み上がっていた在庫の調整が顕在化し始めたという評価できよう。

公共投資は前期比▲1.5%（一次速報：同▲0.3%）と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が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。

輸出は前期比+2.7%（一次速報：同+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%（一次速報：同+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）の寄与はゼロ近傍ながらも同+0.1%pt（一次速報：同+0.1%pt）のプラスとなった。

## 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に特段の修正はない。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（夏

季)の動向を踏まえると、賃金の実態はこの統計で見ると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弱まる中で、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いる。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。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。