

2016年2月15日 全5頁

Indicators Update

2015年10-12月期 GDP 一次速報

2四半期ぶりのマイナス成長。景気下振れリスクには要注意

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10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率▲1.4%（前期比▲0.4%）と、市場コンセンサス（前期比年率▲1.3%、前期比▲0.3%）を小幅に下回ったものの、概ね想定内の結果となった。実質GDPのマイナス成長は2四半期ぶりである。総じて見ると、これまでの当社の見方通り、日本経済は「踊り場」局面が続いていると判断できる。
- 2015年10-12月期の結果を需要項目別に見ると、個人消費は前期比▲0.8%と2四半期ぶりに減少した。この背景としては、実質雇用者報酬が底堅く推移するなど雇用・所得環境の改善がプラスに作用した一方、家計の節約志向が続いている中で、暖冬に伴う衣料、暖房器具、エネルギーなどの季節関連商品の不振が全体を押し下げたことが指摘できる。設備投資は前期比+1.4%と2四半期連続の増加となり、持ち直しの動きが続いた。民間在庫品増加は前期比寄与度▲0.1%ptと2四半期連続のマイナス寄与となり、実質GDPを押し下げた。輸出は前期比▲0.9%と2四半期ぶりの減少となった。
- 当社のメインシナリオとして、先行きの日本経済は、明確なけん引役が不在で下振れリスクを抱えた状況が続く公算が大きい。特に、中国経済の下振れ、米国の「出口戦略」などを背景とするグローバル金融市場の動揺、「リスクオフ」の進行に伴う円高・株安など、我が国の景気下押しリスクが足下で急速に高まっている点には注意が必要である。なお、GDP統計では「うるう年」調整が行われないため、例年より1日多い2016年1-3月期はやや強めの数字が出やすい傾向がある点に留意したい。

※当社は、2月23日（火）に「第188回 日本経済予測」の発表を予定している。

2 四半期ぶりのマイナス成長だが、概ね想定内の結果

2015年10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率▲1.4%（前期比▲0.4%）と、市場コンセンサス（前期比年率▲1.3%、前期比▲0.3%）を小幅に下回ったものの、概ね想定内の結果となった。実質GDPのマイナス成長は2四半期ぶりである。設備投資の持ち直しが続く一方で、個人消費、住宅投資、在庫投資、輸出など幅広い項目が減少して全体を押し下げた。総じて見ると、これまでの当社の見方通り、日本経済は「踊り場」局面が続いていると判断できる。

2015年10-12月期 GDP（一次速報）

| | | 2014 | 2015 | | | |
|--------------|-----------|---------|-------|-------|-------|---------|
| | | 10-12月期 | 1-3月期 | 4-6月期 | 7-9月期 | 10-12月期 |
| 実質国内総生産(GDP) | 前期比% | 0.6 | 1.0 | ▲0.3 | 0.3 | ▲0.4 |
| | 前期比年率% | 2.5 | 4.2 | ▲1.4 | 1.3 | ▲1.4 |
| 民間最終消費支出 | 前期比% | 0.6 | 0.2 | ▲0.8 | 0.4 | ▲0.8 |
| 民間住宅 | 前期比% | ▲0.4 | 2.1 | 2.3 | 1.6 | ▲1.2 |
| 民間企業設備 | 前期比% | ▲0.0 | 2.8 | ▲1.2 | 0.7 | 1.4 |
| 民間在庫品増加 | 前期比寄与度%pt | ▲0.2 | 0.5 | 0.3 | ▲0.2 | ▲0.1 |
| 政府最終消費支出 | 前期比% | 0.3 | 0.2 | 0.5 | 0.2 | 0.5 |
| 公的固定資本形成 | 前期比% | 0.7 | ▲2.9 | 3.3 | ▲2.0 | ▲2.7 |
| 財貨・サービスの輸出 | 前期比% | 3.2 | 2.1 | ▲4.6 | 2.6 | ▲0.9 |
| 財貨・サービスの輸入 | 前期比% | 1.1 | 1.9 | ▲2.6 | 1.3 | ▲1.4 |
| 内需寄与度 | 前期比寄与度%pt | 0.3 | 1.0 | ▲0.0 | 0.1 | ▲0.5 |
| 外需寄与度 | 前期比寄与度%pt | 0.3 | ▲0.0 | ▲0.3 | 0.2 | 0.1 |
| 名目GDP | 前期比% | 1.0 | 1.9 | ▲0.0 | 0.6 | ▲0.3 |
| | 前期比年率% | 3.9 | 7.9 | ▲0.1 | 2.5 | ▲1.2 |
| GDPデフレーター | 前年比% | 2.3 | 3.3 | 1.5 | 1.8 | 1.5 |

（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：設備投資以外の主要項目は軒並み減少

2015年10-12月期の結果を需要項目別に見ると、個人消費は前期比▲0.8%と2四半期ぶりに減少した。この背景としては、実質雇用者報酬が底堅く推移するなど雇用・所得環境の改善がプラスに作用した一方、家計の節約志向が続いている中で、暖冬に伴う衣料、暖房器具、エネルギーなどの季節関連商品の不振が全体を押し下げたことが指摘できる。個人消費の内訳を見ると、4-6月期の増加からの反動や、暖冬によるマイナスの影響もあって、内訳の財・サービスの全4項目がマイナスとなった。特に、耐久財（同▲3.1%）と半耐久財（同▲3.7%）のマイナス幅が大きい。前者は、自動車販売の停滞が続く中で、暖冬に伴う暖房器具の販売不振が重石になったとみられる。「半耐久財」は、暖冬の影響で冬物衣料の販売が低迷し、全体を押し下げたと考えている。「非耐久財」は、同▲0.8%と2四半期ぶりに減少した。こちらに関しても暖冬によって、灯油などのエネルギー関連消費がマイナスに作用したとみている。サービスは同▲0.1%と5四半期ぶりのマイナスになったものの、マイナス幅は小幅なものに留まり、均して見ると底堅い推移が続いている。

住宅投資は前期比▲1.2%と4四半期ぶりの減少となった。GDPベースの住宅投資に先行する

新設住宅着工戸数が、2015 年年央から弱い動きとなっており、進捗ペ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減少に転じた格好だ。この背景としては、2015 年以降の住宅投資の回復ペースが速かった反動が出ていることや、建設コストおよび販売価格の上昇に伴う買い控えの影響などが挙げられる。

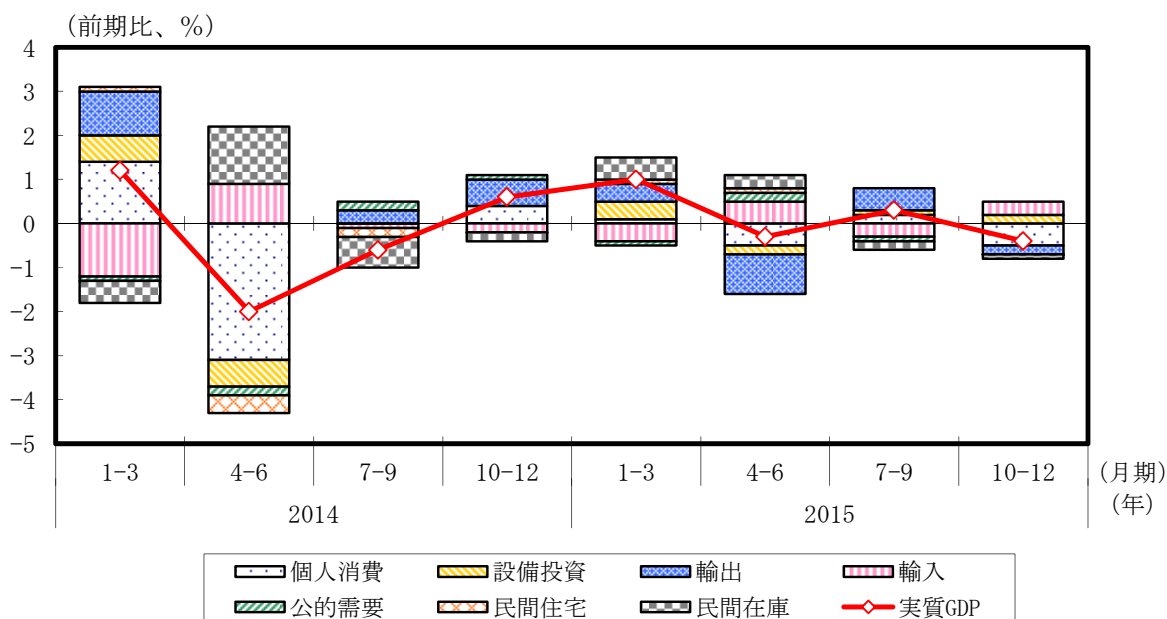
設備投資は前期比+1.4%と2 四半期連続の増加となり、持ち直しの動きが続いた。この背景としては、過去最高水準の企業収益を背景とする更新投資の増加などが指摘できる。また、日銀短観等のアンケート調査では、非製造業を中心に、企業の設備投資に対する前向きな姿勢が示されており、今回の結果はそれに沿った内容だと言えよう。設備投資の一致指標である資本財総供給や資本財出荷の動向を確認すると、非鉄金属やはん用・生産用・業務用機械の低迷が押下げに寄与した一方で、輸送機械に底打ちの動きが見られたほか、電気機械などの増加が全体を押し上げたと考えられる。

民間在庫品増加は前期比寄与度▲0.1%pt と2 四半期連続のマイナス寄与となり、実質 GDP を押し下げた。1 次速報時点で仮置き値となっている原材料在庫が大きくマイナスに寄与した一方で、製品在庫、仕掛品在庫、流通在庫の寄与度は概ね横ばいとなった。

公共投資は前期比▲2.7%と2 四半期連続の減少となった。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、それに沿って公共投資もマイナス基調に入ったと評価する。

輸出は前期比▲0.9%と2 四半期ぶりの減少となった。訪日外国人の増加などに伴うサービス輸出の増加がプラスに寄与した一方で、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が弱く、それが全体を押し下げたと考えている。輸入は、前期比▲1.4%と2 四半期ぶりに減少した。輸入の減少幅が輸出の減少幅を上回った結果、外需（純輸出）寄与は同+0.1%pt のプラスとなった。

実質 GDP と需要項目別寄与度の推移



GDP デフレーターは前期比+0.1%と 5 四半期連続で上昇した。上昇幅は前期（同+0.3%）から縮小したものの、総じて底堅く推移している。国内需要デフレーターが同+0.0%と横ばいとなった一方で、輸出デフレーターがマイナス幅を拡大して（輸出デフレーターの低下は、GDP デフレーターに対して押し下げに寄与する）、全体としてはプラスを維持した。なお、GDP デフレーターの前年比は+1.5%と、8 四半期連続の上昇となったものの、上昇幅は前期から縮小した。名目 GDP は前期比年率▲1.2%（前期比▲0.3%）と 2 四半期ぶりの減少となった。

先行きの日本経済は、明確なけん引役が不在で下振れリスクを抱えた状況が続く公算

当社のメインシナリオとして、先行きの日本経済は、良好な雇用および所得環境の改善を背景とする個人消費の回復などがプラスに作用すると想定しているものの、明確なけん引役が不在で下振れリスクを抱えた状況が続く公算が大きい。特に、中国経済の下振れ、米国の「出口戦略」などを背景とするグローバル金融市場の動揺、「リスクオフ」の進行に伴う円高・株安など、我が国の景気下押しリスクが足下で急速に高まっている点には注意が必要である。なお、GDP 統計では「うるう年」調整が行われないため、例年より 1 日多い 2016 年 1-3 月期はやや強めの数字が出やすい傾向がある点に留意したい。

個人消費は、良好な雇用環境や所得環境の改善を背景に、底堅く推移すると見込む。所得面について確認すると、毎月勤労統計で見る実質賃金は、サンプル替えの要因などもあって 2015 年夏場から冴えない動きが続いたものの、足下で下げ止まりの兆しが出ており、雇用者数の増加傾向を考慮したマクロの実質雇用者所得（＝実質賃金×雇用者数）は底堅く推移している。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・アルバイトの賃金は緩やかな上昇傾向が続いていることに加え、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継続する見込みであることも個人消費を下支えする要因になるとみている。他方、2015 年度に 16 年ぶりのプラスとなった年金改定率が 2016 年度は据え置きと決定されたことや、2016 年春闘における賃金改定率が 2015 年（最終集計結果、前年比+2.20%）よりも縮小する公算が大きくなっている点には注意する必要がある。

住宅投資は、先行指標である住宅着工戸数が弱含んでいることから、当面冴えない推移が続くことになろう。最近の住宅着工戸数については、建設コストおよび販売価格の上昇に加え、2015 年に発覚したマンション施工におけるデータ偽装問題などが重石となっている。しかし、雇用・所得環境の改善や歴史的低水準の住宅ローン金利に加え、2016 年度以降は、2017 年 4 月に予定されている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から、住宅着工戸数は増加基調に転じるとみている。住宅着工から時間的なラグを伴って住宅投資も増加傾向に復する見込みである。

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、緩やかな減少傾向が続くと予想する。すでに、先行指標である請負金額および受注金額が弱い動きとなっており、基調としては、それに沿った形で推移すると考えている。

輸出は、欧米経済の底堅さや堅調なサービス輸出などを背景に、強弱入り混じりながらも緩やかに持ち直すと考えている。ただし、海外経済の下振れリスクが高まっている中で、資源価格の急落や過剰生産能力に起因する世界的な工業部門の不振や、スマートフォン向け電子部品・デバイスの海外出荷が一旦減少する見込みであることなどを勘案すると、財の輸出が明確な増加基調に転じるのは今春以降にずれ込む公算が大きい。米国では家計部門を中心に底堅い景気拡大が続いているため、耐久消費財を中心に米国向け輸出の反転が見込まれる。欧州経済については、原油価格下落やECB（欧州中央銀行）による金融緩和政策の効果を受けて、個人消費を中心に持ち直しの動きが見られ、欧州向け輸出も振れを伴いつつ緩やかな増加基調が続くと考えている。アジア向け輸出は、前述のスマートフォン向け電子部品・デバイス関連や、中国の過剰生産能力に起因する鉄鋼等の素材関連が引き続き重石となり、力強さに欠ける推移が続くだろう。景気の減速が続く中国に関しては、金融緩和政策や自動車販売促進策に伴う実体経済の底上げ効果が個人消費やサービス部門などで確認され始めており、消費財を中心として一段の需要減少は回避されるとみている。

設備投資は、過去最高水準の企業収益などを背景とする更新投資の増加が支え役となり、緩やかな持ち直しが継続すると見込む。日銀短観などの設備投資計画調査では、非製造業を中心に前向きな姿勢が引き続き示されており、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、これまで同様、当社は企業マインドが製造業で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と考えている。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財の輸出が停滞し、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。