

2016年3月8日 全5頁

Indicators Update

2015年10-12月期 GDP 二次速報

一次速報から小幅上方修正だが、ほぼ想定内の結果

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(二次速報)は前期比年率▲1.1%(前期比▲0.3%)と、一次速報(前期比年率▲1.4%、前期比▲0.4%)から小幅に上方修正され、市場コンセンサスも上回った。市場コンセンサスに比べて上振れしたのは、一次速報から下方修正されると予想されていた設備投資、一次速報から横ばいとみられていた在庫投資がいずれも上方修正されたことによるものである。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内容だと言える。
- 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、設備投資と在庫投資が小幅に上方修正され、全体を押し上げた。法人企業統計の結果などを受けて、設備投資が前期比+1.5%(一次速報:同+1.4%)と上方修正された。在庫投資は前期比寄与度▲0.0%ptと一次速報(同▲0.1%pt)から小幅な上方修正となり、市場予想(同▲0.1%pt)を上回った。

※当社は、本日中に「第188回 日本経済予測(改訂版)」の発表を予定している。

2015年10-12月期GDP(二次速報)

		2014	2015				10-12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	
		前期比%	前期比%	前期比%	前期比%	前期比%	前期比%	
実質国内総生産(GDP)	前期比%	0.5	1.1	▲0.4	0.3	▲0.4	▲0.3	
	前期比年率%	2.2	4.6	▲1.4	1.4	▲1.4	▲1.1	
民間最終消費支出	前期比%	0.7	0.2	▲0.8	0.4	▲0.8	▲0.9	
民間住宅	前期比%	▲0.4	2.1	2.3	1.6	▲1.2	▲1.2	
民間企業設備	前期比%	▲0.1	2.9	▲1.1	0.7	1.4	1.5	
民間在庫品増加	前期比寄与度%pt	▲0.3	0.6	0.3	▲0.2	▲0.1	▲0.0	
政府最終消費支出	前期比%	0.3	0.2	0.5	0.2	0.5	0.6	
公的固定資本形成	前期比%	1.0	▲3.0	3.2	▲2.1	▲2.7	▲3.4	
財貨・サービスの輸出	前期比%	3.2	2.1	▲4.6	2.6	▲0.9	▲0.8	
財貨・サービスの輸入	前期比%	1.1	1.9	▲2.5	1.3	▲1.4	▲1.4	
内需寄与度	前期比寄与度%pt	0.2	1.1	▲0.1	0.1	▲0.5	▲0.4	
外需寄与度	前期比寄与度%pt	0.3	▲0.0	▲0.3	0.2	0.1	0.1	
名目GDP	前期比%	0.9	2.0	▲0.1	0.6	▲0.3	▲0.2	
	前期比年率%	3.6	8.3	▲0.2	2.6	▲1.2	▲0.9	
GDPデフレーター	前年比%	2.3	3.3	1.5	1.8	1.5	1.5	

(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小幅上方修正

2015年10-12月期の実質GDP成長率（二次速報）は前期比年率▲1.1%（前期比▲0.3%）と、一次速報（前期比年率▲1.4%、前期比▲0.4%）から小幅に上方修正され、市場コンセンサス（前期比年率▲1.4%、前期比▲0.4%）も上回った。市場コンセンサスに比べて上振れしたのは、一次速報から下方修正されると予想されていた設備投資、一次速報から横ばいとみられていた在庫投資がいずれも上方修正されたことによるものである。今回の結果は、一次速報から小幅な修正に留まったことや、概ね市場コンセンサス通りであったことから特段のサプライズはない。また、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内容だと言える。先行きの日本経済の焦点としては、伊勢志摩サミット（5月26～27日）を睨んだ、先進国を中心とした協調的な財政政策の発動や、中国の本格的な景気テコ入れ策の有無が挙げられる。

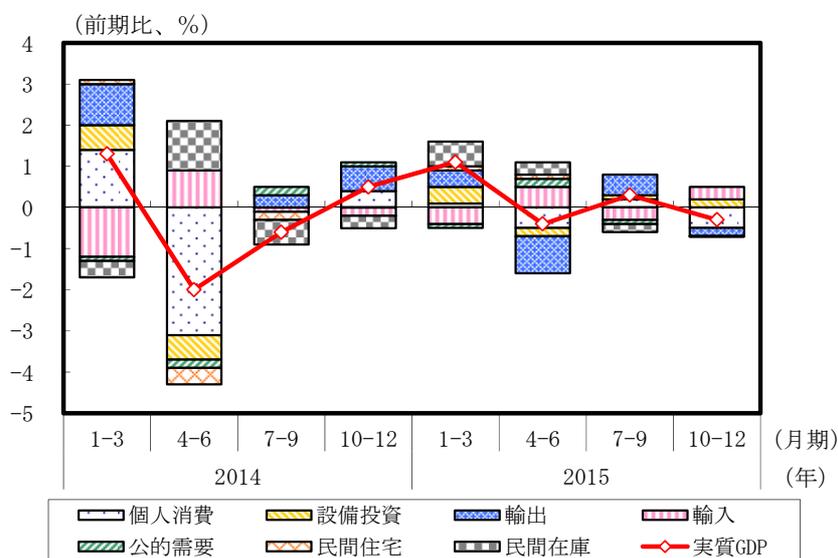
設備投資と在庫投資が事前予想に反して、小幅な上方修正

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、設備投資と在庫投資が小幅に上方修正され、全体を押し上げた。

法人企業統計の結果などを受けて、設備投資が前期比+1.5%（一次速報：同+1.4%）と上方修正された。在庫投資は前期比寄与度▲0.0%ptと一次速報（同▲0.1%pt）から小幅な上方修正となり、市場予想（同▲0.1%pt）を上回った。形態別に見ると、在庫投資の4形態のうち「仕掛品在庫」と「原材料在庫」が上方修正され、「製品在庫」と「流通在庫」は横ばいとなった。個人消費は、寄与度が一次速報から横ばいであることから窺えるように、小幅な上方修正に留まった。公共投資の下方修正は、主に12月分の基礎統計を反映したものであり、ほぼ想定内の結果だと評価している。

他の項目については、住宅投資と輸入が一次速報から横ばいとなり、政府消費と輸出が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：設備投資以外の主要項目が軒並み弱いという構図は変わらず

2015年10-12月期（二次速報）の結果に基づいて需要項目別の動向を改めて確認すると、個人消費は前期比▲0.9%（一次速報：同▲0.8%）と2四半期ぶりの減少となった。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。

住宅投資は前期比▲1.2%（一次速報：同▲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。

設備投資は前期比+1.5%（一次速報：同+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。

民間在庫品増加は前期比寄与度▲0.0%pt（一次速報：同▲0.1%pt）と2四半期連続のマイナス寄与となった。これまでの在庫の増加ペースが鈍化していると評価できよう。

公共投資は前期比▲3.4%（一次速報：同▲2.7%）と2四半期連続で減少した。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、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▲0.8%（一次速報：同▲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。輸入も前期比▲1.4%（一次速報：同▲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）の寄与は同+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、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に特段の修正はない。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高まっている点には注意が必要である。当面の焦点としては、伊勢志摩サミット（5月26～27日）を睨んだ、先進国を中心とした協調的な財政政策の発動や、中国の本格的な景気テコ入れ策の有無が挙げられる。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、概ね横ばいで推移すると見込む。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、足下で持ち直しの動きが出ており、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%）より縮小する公算が大きくなっている点には注意が必要だろう。

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とみられる。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。

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。

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くなる中で、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。ただし、2015年度補正予算と2016年度予算の前倒し執行が順調に進めば、2016年後半以降、公共投資は徐々に下げ止まる展開になるとみている。

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、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。