

2016年12月8日 全4頁

Indicators Update

2016年7-9月期 GDP 二次速報

一次速報から下方修正。大改定の景気判断への影響は限定的

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

[要約]

- 2016年7-9月期の実質GDP成長率（二次速報）は前期比年率+1.3%（前期比+0.3%）と、一次速報（前期比年率+2.2%、前期比+0.5%）から下方修正され、市場コンセンサス（前期比年率+2.3%、前期比+0.6%）を下回った。
- 今回の改定は、ややネガティブな結果となったものの、その主因が、在庫の振れと大改定に伴う短期的な下振れの影響だと考えられることから、過度に悲観する必要はないだろう。実質GDPの基調を見ると、日本経済は「踊り場」局面から持ち直しの動きが出ているという当社の見方を再確認させる内容だと評価できる。
- 一次速報からの主な改定内容を需要項目別に見ると、民間最終消費支出が上方修正される一方で、民間設備投資、民間在庫変動、純輸出が下方修正され、全体を押し下げた。

※当社は、12/9（金）に「第191回 日本経済予測（改訂版）」の発表を予定している。

2016年7-9月期GDP(二次速報)		2015		2016			
		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%	0.2	▲ 0.4	0.7	0.5	0.5	0.3
	前期比年率%	0.8	▲ 1.8	2.8	1.8	2.2	1.3
民間最終消費支出	前期比%	0.5	▲ 0.7	0.4	0.2	0.1	0.3
民間住宅	前期比%	1.8	▲ 1.2	1.3	3.5	2.3	2.6
民間企業設備	前期比%	0.6	0.4	▲ 0.3	1.4	0.0	▲ 0.4
民間在庫変動	前期比寄与度%pt	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.1	0.2	▲ 0.1	▲ 0.3
政府最終消費支出	前期比%	0.4	0.7	1.3	▲ 1.1	0.4	0.3
公的固定資本形成	前期比%	▲ 0.5	▲ 2.8	▲ 0.7	1.6	▲ 0.7	0.1
財貨・サービスの輸出	前期比%	2.1	▲ 0.6	0.8	▲ 1.3	2.0	1.6
財貨・サービスの輸入	前期比%	2.5	▲ 0.9	▲ 1.2	▲ 0.9	▲ 0.6	▲ 0.4
内需寄与度	前期比寄与度%pt	0.3	▲ 0.5	0.3	0.5	0.1	▲ 0.0
外需寄与度	前期比寄与度%pt	▲ 0.1	0.1	0.4	▲ 0.1	0.5	0.3
名目GDP	前期比%	0.6	▲ 0.3	0.8	0.2	0.2	0.1
	前期比年率%	2.3	▲ 1.0	3.1	1.0	0.8	0.5
GDPデフレーター	前年比%	1.8	1.5	0.9	0.4	▲ 0.1	▲ 0.2

(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下方修正

2016年7-9月期の実質GDP成長率（二次速報）は前期比年率+1.3%（前期比+0.3%）と、一次速報（前期比年率+2.2%、前期比+0.5%）から下方修正され、市場コンセンサス（前期比年率+2.3%、前期比+0.6%）を下回った。今回の改定は、ややネガティブな結果となったものの、その主因が、在庫の振れと後述する大改定に伴う短期的な下振れの影響だと考えられることから、過度に悲観する必要はないだろう。実質GDPの基調を見ると、日本経済は「踊り場」局面から持ち直しの動きが出ているという当社の見方を再確認させる内容だと評価できる。

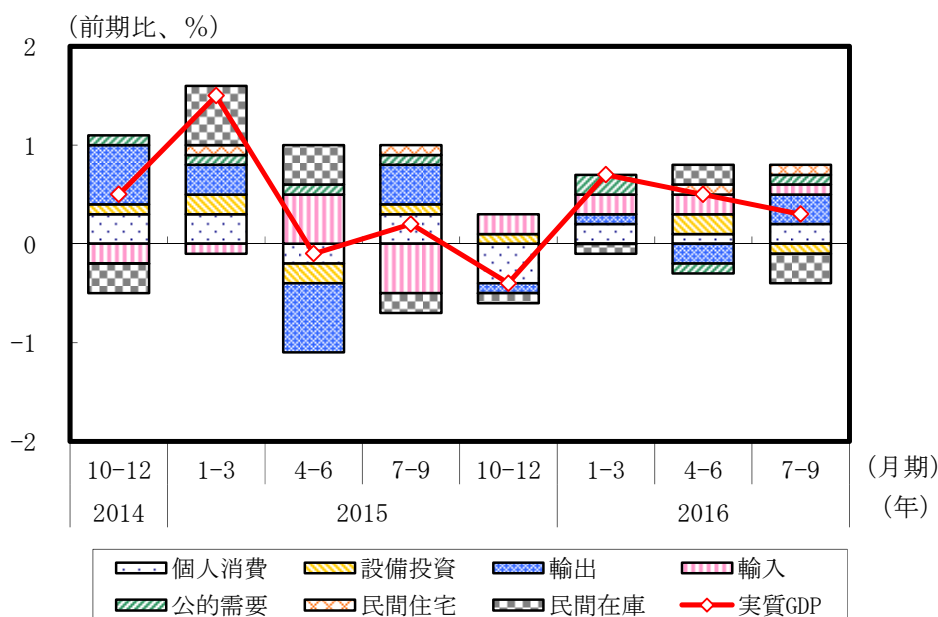
民間設備投資、民間在庫変動、純輸出の下方修正が全体を押し下げ

一次速報からの主な改定内容を需要項目別に見ると、民間最終消費支出が上方修正される一方で、民間設備投資、民間在庫変動、純輸出が下方修正され、全体を押し下げた。

民間最終消費支出は、前期比+0.3%（一次速報：同+0.1%）と上方修正された。また、大改定の影響で、2016年に入ってから消費の基調が全体的に上方修正された点が注目される。民間設備投資が前期比▲0.4%（一次速報：同+0.0%）と下方修正された。法人企業統計のデータが反映されたことや、大改定の影響で2016年4-6月期の水準が大きく押し上げられた反動減が出た影響による。なお、中期的な改定状況を確認すると、設備投資の基調は僅かながらも上方修正されたとの評価が妥当である。民間在庫変動は前期比寄与度▲0.3%ptと一次速報（同▲0.1%pt）から下方修正され、市場コンセンサス（同▲0.1%pt）を下回った。形態別の寄与度を見ると、民間在庫変動の4形態のうち「製品」が下方修正された影響が大きい。また、輸出が下方修正されるとともに、輸入が上方修正された結果、純輸出（輸出－輸入）は下方修正となった。

他の項目については、住宅投資と公的固定資本形成が一次速報から上方修正、政府消費が下方修正となったものの、GDP全体への影響はほとんど見られない。

実質 GDP と需要項目別寄与度の推移（季節調整済前期比）



（出所）内閣府統計より大和総研作成

3つの変更が重なる「大改定」

今回の二次速報は、①第一次年次推計（旧確報）、②基準改定（2005年基準から2011年基準へ移行）、③国民経済計算（SNA）の国際基準の変更（1993SNAから2008SNAへ移行）、という3つの変更が重なる大改定となっている点に注意が必要だ。なお、前回の国際基準の変更（1968SNAから1993SNAへ移行）は2000年に行われた。

今回の結果のポイントとして、（1）設備投資の水準が、「研究・開発（R&D）の資本化」によって大きく増加するとともに、設備投資の中期的な基調が僅かながらも上方修正されたこと、（2）2016年に入ってから民間最終消費支出の基調が全体的に上方修正されたこと、（3）当社の景気の基調判断への影響は限定的であること、が指摘できる。

需要項目別動向：外需主導だが、消費の底入れも続く

2016年7-9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、民間最終消費支出は前期比+0.3%（一次速報：同+0.1%）と3四半期連続の増加となった。度重なる台風の上陸に伴う悪影響や、初秋の全国的な高気温を背景に季節商品の購入が伸び悩んだ可能性がある中でも、堅調な結果を示している。

住宅投資は前期比+2.6%（一次速報：同+2.3%）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住宅着工戸数は、住宅ローン金利の低下、相続税対策のための貸家建設の増加、2017年4月に予定されていた消費税増税前の駆け込み需要、などの要因を背景として、増加基調で推移してきた。こうした住宅着工の動きを反映し、工事の進捗ベースで推計される住宅投資が押し上げられている。

民間企業設備投資は前期比▲0.4%（一次速報：同+0.0%）と2四半期ぶりの減少となり、これまでの増加傾向にやや一服感が見られる。企業収益は引き続き高水準で推移しているものの、収益の源泉は数量の増加ではなく、主として投入コストの低下によってもたらされているため、稼働率の上昇にはつながっていない。加えて、これまでの世界経済の減速や夏場までの円高進行も設備投資の逆風となっている。

民間在庫品増加は前期比寄与度▲0.3%pt（一次速報：同▲0.1%pt）と2四半期ぶりのマイナス寄与となった。流通に加え、GDP一次速報段階で仮置きされていた仕掛品、原材料もマイナスに寄与したことによる。なお、製品の前期比寄与度はゼロとなった。

公的固定資本形成は前期比+0.1%（一次速報：同▲0.7%）と2四半期連続の増加となったものの、ほぼ横ばい圏での着地となった。2015年度補正予算の前倒し執行がプラスに寄与したとみられるものの、過去の経済対策による公共投資の押し上げ効果剥落の影響が表れたもようだ。政府消費は同+0.3%（一次速報：同+0.4%）となり、均してみれば増加傾向が継続している。

輸出は前期比+1.6%（一次速報：同+2.0%）と2四半期ぶりに増加した。財輸出に関して、アジア向け輸出が前四半期に続いて堅調に推移し、米国およびEU向け輸出については持ち直しの動きが見られた。アジア向けでは、新型スマートフォンの発売を前に、ICの輸出数量が拡大

基調にあったほか、米国向けでは自動車の輸出数量が振れを伴いつつも底堅く推移した。輸入は、国内需要の停滞を反映して、前期比▲0.4%（一次速報：同▲0.6%）と4四半期連続で減少した。この結果、外需（純輸出）の寄与は同+0.3%pt（一次速報：同+0.5%pt）のプラスとなった。

先行きも緩やかな回復を見込むが、トランプ氏の政策に要注意

先行きの日本経済は、基調として緩やかな拡大傾向が続く見込みである。しかし、引き続き内需に力強さが欠けている点には留意しておく必要がある。外需寄与は緩やかな拡大を続ける見通しであるが、仮に世界経済の先行き不透明感が強まることとなれば、内需が停滞する中、日本経済を下押しするリスク要因となる。米国では Fed が年内にも利上げを実施する見込みであり、利上げ実施後の米国経済の減速や、利上げに伴う新興国からの資金流出などが危惧される。また、トランプ氏の政策次第では、リスクオフによる世界的な株安や急速なドル安の動きに警戒する必要があるだろう。

個人消費は緩やかながら拡大基調が続くと見込んでいる。労働需給は引き続きタイトであり、このことが雇用者報酬の増加を通じて個人消費を下支えするとみられる。また、当面は、物価の影響を考慮した実質賃金が堅調に推移していることも個人消費の追い風となる。一方、トランプ氏の大統領選勝利後に大幅な円安と素材価格の上昇が進み、OPEC 総会での減産合意を受けて原油価格が上昇に転じたことなどから、消費者物価が緩やかな上昇基調へと転じる可能性が生じている。足下の生鮮食品の値上がりに加えて、輸入製品を中心に消費者物価が上昇することになれば、家計が節約志向を一層強めるリスクがある点に注意したい。

住宅投資は緩やかに減速するとみている。低水準で推移する住宅ローン金利は引き続き住宅投資の下支え要因となる。しかし、2017年4月に予定されていた消費税増税前の駆け込み需要を見込んだ都市部のマンションを中心とした住宅着工は今後減少することが予想され、それに遅れる形で住宅投資も減少し始めると予想している。

設備投資は横ばい圏での推移を予想する。労働需給が引き続きタイトな中、特に非製造業において、人手不足に対応した合理化・省人化投資が期待できる。一方、依然として力強さを欠く内需や夏場までの円高などを背景に、製造業を中心として企業収益に頭打ち感が見られており、企業が設備投資に対する慎重姿勢を維持している点には注意が必要だ。

公共投資については、年度末に向けて持ち直しの動きが見られるだろう。経済対策が盛り込まれた第2次補正予算が成立したことを受け、今後徐々に公共投資が押し上げられる見込みである。

輸出に関しては、海外経済が緩やかな成長を続ける中、消費財の輸出を中心に底堅く推移するとみている。財輸出を地域別に見ると、雇用環境の改善や金融緩和の効果等を背景に、各地で個人消費が堅調に推移しており、米国、EU、アジア向けの消費財輸出は底堅く推移するとみている。一方、米国では企業収益の伸びが低位にとどまっているほか、アジアでは鉄鋼業などを中心に過剰設備の調整が必要とされており、資本財や素材については輸出の不振が継続する公算が大きい。