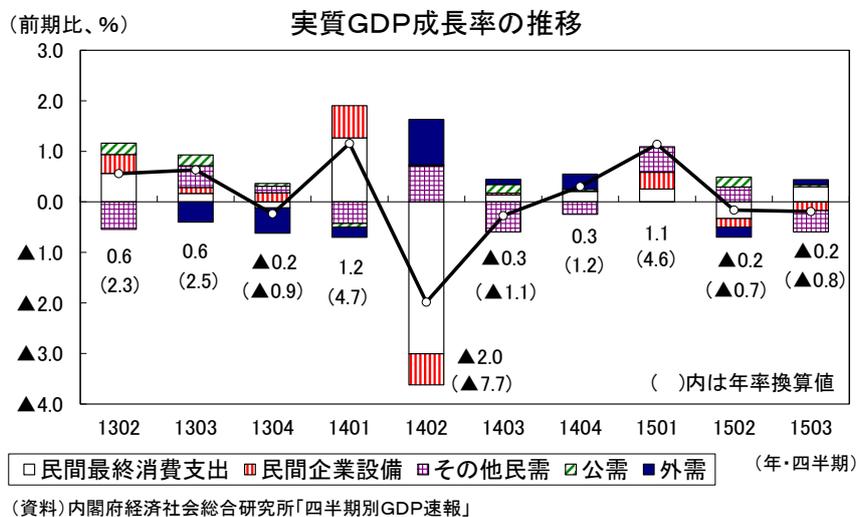


Weekly エコノミスト・ レター

QE 速報:7-9 月期の実質GDPは前期比▲0.2% (年率▲0.8%) ~ 設備投資の減少から 2 四半期連続のマイナス成長も、在庫調整の進展は好材料

経済研究部 経済調査室長 斎藤 太郎
(03)3512-1836 tsaito@nli-research.co.jp

1. 2015 年 7-9 月期の実質 GDP は、前期比▲0.2% (年率▲0.8%) と 2 四半期連続のマイナス成長となった (当研究所予測 10 月 30 日 : 前期比▲0.0%、年率▲0.2%)。
2. 4-6 月期に大幅に減少した民間消費 (前期比 0.5%)、輸出 (前期比 2.6%) は増加に転じたが、設備投資の減少 (前期比▲1.3%) が続いたこと、在庫調整の進展に伴い民間在庫が前期比・寄与度▲0.5%と成長率を大きく押し下げたことから、GDP 全体では 2 四半期連続のマイナス成長となった。
3. 7-9 月期の GDP 速報は、日本経済が 2015 年度に入り足踏み状態が続いていることを再確認させるものとなったが、在庫調整の進展に伴い民間在庫が成長率を前期比▲0.5%と大きく押し下げた中で年率▲1%弱のマイナス成長にとどまった。内容的には 4-6 月期よりも改善しているとの評価が可能だろう。
4. 現時点では民間消費、設備投資の増加などから 10-12 月期は前期比年率 1%台のプラス成長を予想している。景気のリスク要因は、中国をはじめとした海外経済の悪化から輸出が下振れすること、企業の慎重姿勢がさらに強まることにより、設備投資計画の先送り、中止の動きがさらに広がることなどである。



●7-9 月期は前期比年率▲0.8%と 2 四半期連続のマイナス成長

本日（11/16）発表された 2015 年 7-9 月期の実質 GDP（1 次速報値）は、前期比▲0.2%（前期比年率▲0.8%）と 2 四半期連続のマイナス成長となった（当研究所予測 10 月 30 日：前期比▲0.0%、年率▲0.2%）。

4-6 月期に大幅に減少した民間消費（前期比 0.5%）、輸出（前期比 2.6%）は増加に転じたが、設備投資の減少（前期比▲1.3%）が続いたこと、在庫調整の進展に伴い民間在庫が前期比・寄与度▲0.5%と成長率を大きく押し下げたことから、GDP 全体では 2 四半期連続のマイナス成長となった。

実質 GDP 成長率への寄与度（前期比）は、国内需要が▲0.3%（うち民需▲0.3%、公需 0.0%）、外需が 0.1%であった。

名目 GDP は前期比 0.0%（前期比年率 0.1%）と小幅ながら 4 四半期連続の増加となり、実質の伸びを上回った。GDP デフレーターは前年比では 2.0%（4-6 月期：同 1.5%）と前期から伸びを高め、前期比では 0.2%（4-6 月期：同 0.3%）と 4 四半期連続のプラスとなった。

<需要項目別結果>

	2015年4-6月期			2015年7-9月期		
	改定値 (11/16)	2次速報値 (9/8)	差	1次速報値 (11/16)	当社予測 (10/30)	差
実質 GDP (前期比年率)	▲0.2 (▲0.7)	▲0.3 (▲1.2)	0.1 (0.5)	▲0.2 (▲0.8)	▲0.0 (▲0.2)	▲0.2 (▲0.6)
内 需 (寄与度)	0.0 (0.0)	▲0.0 (▲0.0)	0.1 (0.0)	▲0.3 (▲0.3)	▲0.1 (▲0.1)	▲0.2 (▲0.2)
民 需 (寄与度)	▲0.2 (▲0.2)	▲0.3 (▲0.2)	0.0 (0.0)	▲0.5 (▲0.3)	▲0.1 (▲0.1)	▲0.3 (▲0.2)
民間消費	▲0.6	▲0.7	0.1	0.5	0.3	0.2
民間住宅	2.4	1.9	0.5	1.9	1.2	0.8
民間設備	▲1.2	▲0.9	▲0.3	▲1.3	▲0.2	▲1.1
民間在庫 (寄与度)	(0.3)	(0.3)	(0.0)	(▲0.5)	(▲0.3)	▲0.2
公 需 (寄与度)	0.8 (0.2)	0.7 (0.2)	0.1 (0.0)	0.2 (0.0)	0.1 (0.0)	0.1 (▲0.0)
政府消費	0.6	0.5	0.1	0.3	0.2	0.1
公的固定資本形成	2.1	2.1	▲0.1	▲0.3	▲0.6	0.2
財貨・サービスの純輸出 (寄与度)	(▲0.2)	(▲0.3)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.1)
財貨・サービスの輸出	▲4.3	▲4.4	0.1	2.6	1.6	1.0
財貨・サービスの輸入	▲2.8	▲2.6	▲0.2	1.7	1.6	0.1
名目 GDP	0.2	0.1	0.1	0.0	▲0.2	0.2

(資料) 内閣府 経済社会総合研究所「四半期別 GDP 速報」

なお、2015 年 7-9 月期の 1 次速報と同時に、基礎統計の改定や季節調整のかけ直しなどから過去の成長率も遡及改定された。2015 年 4-6 月期の実質 GDP 成長率は民間消費、外需の上方修正などから前期比年率▲1.2%から同▲0.7%へと上方修正された。

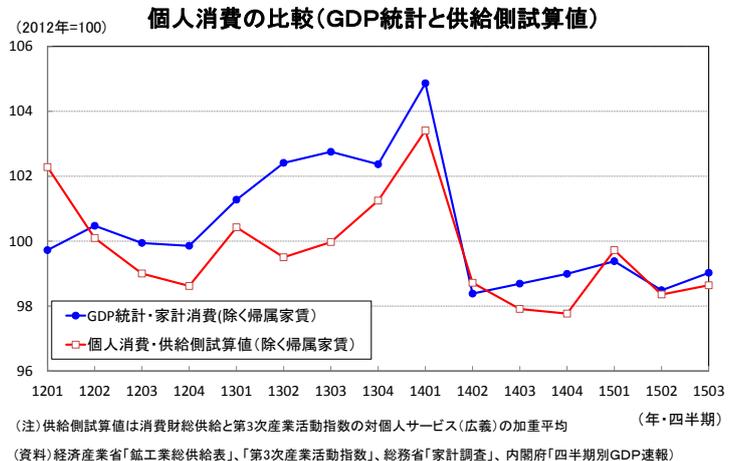
<需要項目別の動き>

民間消費は、雇用・所得環境の改善を背景に前期比 0.5%と 2 四半期ぶりに増加した。夏のボーナスが期待外れに終わるなど名目賃金は伸び悩んでいるが、原油価格下落に伴う物価上昇率の低下によって、物価高による実質所得の押し下げ圧力は緩和されている。また、雇用者数（労働力調査ベース）が前年比 1%弱と高めの伸びを続けていることがマクロベースの雇用者所得の押し上げに寄与している。雇用者報酬は名目・前年比 1.7%（4-6 月期：同 0.8%）、実質・前年比 1.6%（4-6

月期：同 0.7%) といずれも 4-6 月期から伸びを高めた。

ただし、7-9 月期の民間消費は 4-6 月期の落ち込み分（前期比▲0.6%）を取り戻すには至らず、引き続き消費税率引き上げ前の駆け込み需要が本格化する前の水準を大きく下回っている。個人消費の持ち直しのペースは極めて緩やかで、本格回復にはほど遠い状況にある。

また、一部には GDP 速報の推計に用いられる家計調査が実態よりも弱い結果となっていることが、GDP ベースの個人消費の過小推計につながっているとの見方もある。しかし、「消費財総供給」、「第 3 次産業活動指数の対個人サービス」（いずれも経済産業省）を加重平均して供給側の統計から試算した個人消費の動きを確認すると、四半期毎の動きに違いはあるものの、総じてみれば GDP 統計の個人消費とほぼ同様の動きとなっていることが分かる。消費増税後の個人消費は実態として低調に推移していると判断される。



家計消費の内訳を形態別に見ると、耐久財（前期比 1.4%）、半耐久財（同 2.6%）、非耐久財（同 0.2%）、サービス（同 0.4%）のいずれも増加したが、自動車販売の持ち直し、秋物衣料の好調を反映し、耐久財、半耐久財が特に高い伸びとなった。

住宅投資は前期比 1.9%と 3 四半期連続で増加した。住宅投資は駆け込み需要の反動が一巡する中、住宅ローン減税の拡充、住まい給付金、低金利などに支えられて持ち直しの動きが続いている。

ただし、新設住宅着工戸数（季節調整済・年率換算値）は 2015 年 4-6 月期の 95.3 万戸から 7-9 月期は 91.5 万戸とやや水準を落としているため、工事の進捗ペースで計上される GDP 統計の住宅投資は 10-12 月期から減速する可能性が高い。

設備投資は前期比▲1.3%と 2 四半期連続の減少となった。企業収益は好調を維持し、日銀短観の設備投資計画は 9 月調査時点でも強めとなっているが、海外経済の不透明感などから計画の一部が先送りされている可能性がある。設備投資の先行指標である機械受注（船舶・電力を除く）が 7-9 月期に前期比▲10.0%と 5 四半期ぶりに減少した後、10-12 月期の見通しも前期比 2.9%と大幅な落ち込みの後としては低い伸びにとどまっている。企業収益の改善を背景に先行きの設備投資は持ち直しに向かうと予想するが、景気の牽引役となることは当面期待できないだろう。

民間在庫は前期比・寄与度▲0.5%と大幅なマイナスとなった。民間在庫の内訳をみると、在庫調整の進捗を反映し、製品在庫、流通在庫、原材料在庫、仕掛品在庫、原材料在庫のいずれもマイナス寄与となった。流通在庫、仕掛品在庫はフローベースの実額がマイナス（流通在庫：▲1.2 兆円、仕掛品在庫：▲0.8 兆円）となっており、最終需要が企業の想定を下回る状態を脱しつつあることを示唆している。ただし、仕掛品在庫、原材料在庫は 4-6 月期までの実績値をもとに内閣府が仮置きした数字であるため、法人企業統計の結果を基に推計される 2 次速報では大きく改定される

可能性がある。

公的需要は前期比 0.2%と 2 四半連続で増加したが、4-6 月期の同 0.8%から伸びが鈍化した。政府消費は前期比 0.3%の増加となったが、2014 年度補正予算の効果一巡から公的固定資本形成が前期比▲0.3%と 2 四半期ぶりに減少した。公共工事の先行指標である公共工事請負金額の減少幅が拡大していることを踏まえれば、公的固定資本形成は先行きも減少することが見込まれる。

外需寄与度は前期比 0.1%と 3 四半期ぶりプラスとなった。

財貨・サービスの輸出は、前期比 2.6%と 2 四半期ぶりに増加したが、4-6 月期の大幅減少（前期比▲4.3%）を考えれば持ち直しのペースは鈍い。財貨・サービス別には、中国をはじめとしたアジア向けが低調だったことから財貨の輸出は前期比 1.8%と 4-6 月期の落ち込み（前期比▲5.0%）の半分以下の伸びにとどまったが、訪日外国人の増加に伴うインバウンド需要の好調を反映しサービスの輸出が前期比 7.0%の高い伸びとなった。

財貨・サービスの輸入は国内需要の持ち直しを反映し、前期比 1.7%と 2 四半期ぶりの増加となった。

（景気は足踏み状態から持ち直しへ）

2015 年 7-9 月期の実質 GDP は 2 四半期連続のマイナス成長となり、日本経済が 2015 年度に入り足踏み状態が続いていることが再確認される形となった。一方、4-6 月期は民間在庫が成長率を前期比 0.3%押し上げる中で年率▲1%近いマイナス成長だったのに対し、7-9 月期は在庫調整の進展に伴い民間在庫が成長率を前期比▲0.5%と大きく押し下げる中で年率▲1%弱のマイナス成長にとどまり、在庫を除いた最終需要は前期比で増加に転じた。成長率のマイナス幅はほとんど変わらないが、内容的には 4-6 月期よりも改善しているとの評価が可能だろう。

現時点では、2015 年 10-12 月期は前期比年率 1%台のプラス成長を予想している。中国をはじめとした新興国経済の減速に伴う輸出の伸び悩みから外需による成長率の押し上げは当面期待できず、個人消費、設備投資を中心とした国内需要が経済成長の中心となるだろう。景気のリスク要因は、中国をはじめとした海外経済の悪化から輸出が下振れすること、企業の慎重姿勢がさらに強まることにより、設備投資計画の先送り、中止の動きがさらに広がることである。

（お願い）本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。
また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。