

2015年7-9月期四半期別GDP速報（2次速報値）発表日：2015年12月8日（火）
～設備投資の上方修正はポジティブだが、先行きは慎重に見る必要あり～

第一生命経済研究所 経済調査部
主席エコノミスト 新家 義貴
TEL:03-5221-4528

○ 設備投資が大幅上方修正

本日内閣府から公表された2015年7-9月期の実質GDP成長率（2次速報）は前期比年率+1.0%（前期比+0.3%）と、1次速報の前期比年率▲0.8%から大幅に上方修正された。事前の市場予想（前期比年率+0.1%、筆者予想：▲0.1%）を上回る結果である。

法人企業統計の結果が反映されたことで、設備投資（前期比▲1.3% → +0.6%）、在庫投資（前期比年率寄与度▲2.1%Pt → ▲0.8%Pt）がともに大幅に上方修正されたことが影響している。また、事前予想との乖離の主因は在庫投資。設備投資の上方修正は予想されていたが、在庫投資の大幅上方修正は想定されていなかったことが、コンセンサス上振れに繋がった。

1次速報では4-6月期に続いて2四半期連続のGDPマイナス成長となっていたが、2次速報ではプラス転化へと姿が変わった。また、1次速報では設備投資の減少がもっともネガティブに評価されていたが、2次速報でプラスに上方修正されたことで、設備投資の下振れ懸念がやや和らぐ形になっている。全体的に、前向きに受け止めて良い結果だろう。

ただ、改定後の成長率を見ても、4-6月期が前期比年率▲0.5%、7-9月期が+1.0%、在庫を除いても4-6月期が▲1.6%、7-9月期が+1.8%であり、4-6月期と7-9月期を均せば概ねゼロ成長である。1次速報から良化していることは確かだが、15年度前半の景気が停滞していたという事実が変わるほどではない。生産動向なども踏まえれば、15年度前半の景気は踊り場だったとの評価が妥当だろう。

また、在庫の大幅上方修正の評価も微妙なところ。在庫寄与度は1-3月期の前期比年率+2.1%Pt、4-6月期の+1.3%Ptのあと7-9月期は▲0.8%Ptにとどまった。この結果を素直に受け止めれば「在庫調整は道半ば」となる。10-12月期以降にも在庫調整の持続が成長率を押し下げる可能性が出てきた点は懸念材料だ。

○ 需要項目別の動向

設備投資は前期比+0.6%と、1次速報段階の▲1.3%から大幅上方修正となった。法人企業統計の結果を反映したことによるものである。1次速報でみられたような設備投資の落ち込みがなかったことが確認された点は前向きに受け止めて良い。ただ、上方修正後も設備投資は小幅増にとどまっていることや、そもそも法人企業統計は振れが大きいことなどを踏まえると、設備投資の見方がこれで大きく変わるとまではいかない。先行指標である機械受注が7-9月期に大幅な落ち込みを示していることも懸念材料で、先行きの設備投資については慎重に見ておく方が良いだろう。

在庫投資も前期比寄与度▲0.2%Pt（前期比年率▲0.8%Pt）と、1次速報段階の▲0.5%Pt（前期比年率▲2.1%Pt）から大幅に上方修正された。1次速報段階では原材料在庫と仕掛品在庫は仮置き値が用いられていたが、法人企業統計では原材料在庫が仮置き値対比強く、上方修正要因になった。また、流通在庫もマイナス寄与が1次速報から縮小している（1次速報：前期比寄与度▲0.3%Pt → 2次速報▲0.1%Pt）。

そのほか、公共投資は前期比▲1.5%と、1次速報の▲0.3%から下方修正された。1次速報段階で未公表

だった15年9月分の建設総合統計の結果が大きく下振れたことから下方修正となった。公共投資は目先減少基調で推移する可能性が高い。

○ 牽引役不在の状況に変化なし

以上の通り、7-9月期のGDPは2次速報で上方修正され、プラス成長に転じた。特に設備投資が大幅に上方修正されている点が好材料だ。在庫調整の進捗が遅れている点は懸念材料だが、全体としてみれば内容的にもポジティブな結果だろう。

ただ、前述の通り、2次速報後も、15年度前半の景気停滞という姿は変わっていない。また、7-9月期を需要項目別に見ても、個人消費と輸出は4-6月期の落ち込みの反動の域を出ていないことに加え、設備投資も小幅増にとどまっている。

10-12月期もこうした牽引役不在の状況に大きな変化はないだろう。個人消費や輸出、設備投資といった主要な需要項目がそろって回復感に欠けるなか、高い成長は見込みがたく、4-6月期、7-9月期の停滞の後には非常に緩やかな持ち直しにとどまるとみている。在庫調整圧力が残存している点も懸念材料だ。年内は景気の足踏み状態が続く可能性が高く、景気に回復感が出てくるのは年明け以降になると予想している。

○ 14年度確報に注目。14年度はやはり大幅マイナス成長

今回、密かに注目されたのが14年度確報の結果である。事前には、14年度の企業収益が好調に推移していたことや雇用が堅調に推移していたこと、企業マインドが高水準を保っていたことなどからみて、14年度の成長率は上方修正されるのではないかとの見方が一部にあった。家計調査のサンプル要因により14年度のGDP個人消費は実態よりも大幅に下振れているとの見解もあったようだ。

だが、本日公表された14年度確報によると、14年度の実質GDP成長率は前年比▲1.0%と、速報段階の▲0.9%からむしろ下方修正される結果となっている。内訳では、特に注目されていた個人消費は▲2.9%と、速報段階の▲3.1%からほとんど変化がなかった。

消費増税の影響から14年度の個人消費が大幅に落ち込んでいたことが改めて確認される結果と言えるだろう。なお、GDPの確報推計では、速報段階では使用できなかった様々な供給側統計が利用されており、家計調査の影響はかなり薄まる。14年度の消費悪化は、家計調査のサンプル要因によるものではなく、実態としても極めて弱かったことが確認された形だ。14年度成長率の上方修正を見込んでいた向きは一定程度いたとみられ、今回の結果は地味にショッキングなものだったのではないだろうか。

なお、消費以外で目を引いたのが公共投資であり、14年度は速報段階で+2.0%だったが、確報段階で▲2.6%へと大幅下方修正された。公共投資は12年度（速報+14.9% → 確報+1.3%）、13年度（速報+15.0% → 確報+10.3%）に続いて、速報から確報における大幅下方修正となっている。基礎統計である建設総合統計の精度に問題があるとみられ、何らかの対応が必要なのではないだろうか。

図表 実質GDPの推移

	14年		15年			1次速報実績	当社事前予想
	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期		
実質GDP	▲ 0.7	0.5	1.1	▲ 0.1	0.3	▲ 0.2	▲ 0.0
(前期比年率)	▲ 2.8	1.8	4.4	▲ 0.5	1.0	▲ 0.8	▲ 0.1
内需寄与度	▲ 0.7	0.1	1.1	0.1	0.1	▲ 0.3	▲ 0.1
(うち民需)	▲ 0.9	0.1	1.1	▲ 0.1	0.2	▲ 0.3	▲ 0.1
(うち公需)	0.2	0.0	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0
外需寄与度	0.1	0.3	0.0	▲ 0.2	0.1	0.1	0.1
民間最終消費支出	0.0	0.4	0.3	▲ 0.5	0.4	0.5	0.5
民間住宅	▲ 6.9	▲ 0.7	2.0	2.5	2.0	1.9	1.9
民間企業設備	▲ 0.4	0.2	2.7	▲ 1.3	0.6	▲ 1.3	0.3
民間在庫品増加(寄与度)	▲ 0.6	▲ 0.1	0.5	0.3	▲ 0.2	▲ 0.5	▲ 0.5
政府最終消費支出	0.2	0.4	0.2	0.4	0.3	0.3	0.3
公的固定資本形成	1.6	▲ 0.5	▲ 2.0	3.3	▲ 1.5	▲ 0.3	▲ 1.3
財貨・サービスの輸出	1.6	2.9	1.9	▲ 4.3	2.7	2.6	2.6
財貨・サービスの輸入	1.1	0.8	1.7	▲ 2.6	1.7	1.7	1.7
名目GDP	▲ 0.9	0.8	2.0	0.2	0.4	0.0	0.2
(前期比年率)	▲ 3.4	3.4	8.4	0.6	1.6	0.1	0.8
GDPデフレーター(前年比)	2.0	2.3	3.3	1.5	1.8	2.0	2.0

(出所)内閣府「国民経済計算」

※断りの無い場合、前期比(%)