

2015年10-12月期四半期別GDP速報（1次速報値）発表日：2016年2月15日（月）

～先行きも懸念材料が山積み～

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

○ 設備投資が上振れる一方、消費は予想以上に低迷

本日内閣府から公表された2015年10-12月期の実質GDP成長率（1次速報）は前期比年率▲1.4%（前期比▲0.4%）と、2四半期ぶりのマイナス成長となった¹。ほぼ事前の市場予想（前期比年率▲1.3%、筆者予想：▲3.0%）通りの結果である。事前予想との比較では、設備投資が予想を上振れてプラスになった一方、個人消費や輸出が下振れ、全体としてコンセンサス並みになった形。なお、筆者予想からは上振れているが、これは在庫投資のマイナス寄与が想定よりもかなり小さかったことが影響している。

事前に予想されていたとはいえ、はっきりとしたマイナス成長であり、日本経済が非常に厳しい状況に置かれていることが改めて示されている。内容を見ても、設備投資の上振れは好材料だが、その他の需要項目は全般的に悪化が目立つ。なかでも個人消費の低迷は長期化しており、深刻な状況にある。また、在庫投資については筆者予想を上振れたが、これは在庫調整が道半ばであることを示している面もあり、今後調整余地を残した形になっている。今回のGDPは、表面上のマイナス成長だけでなく、内容も冴えず、全体として弱い結果だったと判断できる。

これで直近3四半期のうち2四半期がマイナス成長であり、「景気は緩やかな回復を続けている」という日銀・政府の主張は一段と苦しくなっている。「景気後退」との声も出てくるだろう。CIの悪化度合いが小さい分、実際に景気が後退局面と認定されるかどうかは微妙なところで、先行きの展開次第で変わりうる。もともと、「踊り場」にせよ「後退」にせよ、消費増税後の景気が、事前の想定を大きく下回る低調な推移を続けていることは間違いない。

○ 需要項目別の動向

今回のGDPの落ち込みを主導したのは個人消費であり、前期比▲0.8%と大幅に減少した。15年4-6月期に▲0.8%と落ち込んだ後、7-9月期には+0.4%といったん持ち直したが、10-12月期は再び明確な減少となっている。10-12月期の個人消費の水準は、消費増税を前にした駆け込み需要が本格化する直前の13年10-12月期と比較して▲3.2%も低いだけでなく、増税直後で水準が極めて低い14年4-6月期の水準をも▲0.4%下回る。およそ1年半にわたって低水準での底這い状態を続けているわけで、消費低迷は深刻だ。消費増税によって実質賃金の水準が切り下がり、その後の戻りも鈍いことに加え、節約志向の強さがいまだ解消されないことが影響していると思われる。現在もなお、増税後に強まった生活防衛色が和らぐには至っていない。

個人消費については、家計調査のサンプル要因によって悪化しているとの声も聞かれる。だが、他の供給

¹ GDP統計では、季節調整のかけ直しや基礎統計の改定に伴い過去の値も毎回改定される。14年1-3月期が前期比年率+5.0%（改定前+5.0%）、4-6月期が▲7.9%（改定前▲7.2%）、7-9月期が▲2.6%（改定前▲2.8%）、10-12月期が+2.5%（改定前+1.8%）、15年1-3月期が+4.2%（改定前+4.4%）、4-6月期が▲1.4%（改定前▲0.5%）、7-9月期が+1.3%（改定前+1.0%）などとなった。全体として改定幅は小さく、符号の逆転なども見られない。景気認識に変更を迫るものではなかった。

側統計も低調に推移しており、需要側推計値だけでなく供給側推計値もマイナスであると試算される。程度はともかく、実態としても10-12月期の消費は悪化したと見るのが妥当だろう。

また、消費の悪化は「暖冬による一時的なもの」との見方もある。確かに、暖冬によって冬物衣料等の消費が減ったことは事実だ。だが、暖冬は外出機会の増加に繋がるため、消費にとっては追い風になり得る要因でもある。暖冬によるマイナス面だけを強調することは避けるべきだ。

一方、内需のもう一つの柱である設備投資は前期比+1.4%と、7-9月期の+0.7%に続いて2四半期連続で増加した。これは、今回のGDP統計のなかで数少ない好材料だ。高水準の企業収益や強い設備投資計画の割にこれまで設備投資が増えなかったが、ようやく投資の増加に繋がりがつつあるのかもしれない。もっとも、今後については楽観できない。金融市場の混乱や海外景気不安の高まりから設備投資の下振れ懸念が増していることを考えると、先行きは慎重に見た方が良さだろう。先行指標である機械受注が低調に推移していることも懸念されるところだ。

輸出は前期比▲0.9%と減少した。地域別では、EU向けは伸びたものの、NIEs、ASEANといったアジア向けが押し下げたとみられる。輸出は、15年4-6月期に前期比▲4.6%と大幅に減少したあと、7-9月期は前期比+2.6%とリバウンドがみられたが、10-12月期は再びマイナスとなり、改善が一服する形である。海外経済に力強さが欠けるなか、輸出も方向感のない動きとなっている。なお、訪日外国人の増加が引き続き押し上げ要因になっており、非居住者家計の国内での直接購入は前期比+10.1%と、引き続き非常に高い伸びとなっている。これにより輸出は前期比で+0.3%Pt押し上げられた。また、輸入は前期比▲1.4%と2四半期ぶりに減少している。輸出は減少したものの、輸入の落ち込みが輸出以上に大きかったことから、外需寄与度は前期比+0.1%Pt（前期比年率+0.6%Pt）と小幅のプラスになった。輸入減によって成長率が押し上げられており、喜べる話ではない。

在庫投資も前期比寄与度▲0.1%Pt（前期比年率▲0.5%Pt）と、成長率を押し下げた。GDPの在庫は15年1-3月期に前期比年率で+2.2%Pt、4-6月期に+1.3%Ptもの押し上げ要因になっていた。成長率の観点からはプラス要因だが、これは需要の停滞を受けた在庫積みあがりだったとみられる。その結果、在庫抑制の動きが強まり、15年7-9月期の前期比年率▲0.8%Ptに続いて、10-12月期もマイナス寄与となった。もっとも、15年前半の積みあがりに比べて、後半の抑制度合いは小さい印象を受ける。10-12月期のマイナス寄与が小さかったことが筆者予想対比でのGDP上振れに繋がったが、これは在庫調整が道半ばであることを示している面もある。今後調整余地を残した形であり、先行きの景気にとっては押し下げ要因になり得ることに注意が必要だろう。

住宅投資は前期比▲1.2%となった。住宅投資は消費増税後に落ち込んだ後、持ち直し傾向が続いていたが、4四半期振りの減少となった。先行指標である住宅着工戸数も2四半期連続ではっきりと減少するなど、足元で住宅需要に陰りが見え始めている。

公共投資も前期比▲2.7%と2四半期連続で減少した。2014年度の補正予算の効果が剥落していることが影響しているものとみられる。1月に成立した2015年度補正予算では公共投資関連の額が小さいことに加え、効果が出るにはまだ時間がかかることから、先行きも減少する可能性が高いだろう。

○ 懸念材料が山積み

以上の通り、15年10-12月期は明確なマイナス成長となり、足元の景気状況の悪さを再確認させる結果になった。

先行きについても明るい展望は描けない。昨年末時点では「海外経済の回復から輸出が増加。好調な企業

収益を背景に設備投資増、雇用・賃金増から消費増」という見方がエコノミストのコンセンサスだったが、既にこのシナリオは再考を余儀なくされている。

まず、中国経済に対する不安感が根強いことに加え、新興国景気の低迷が顕著であるなど、世界経済は磐石とは程遠い。足元では米国経済までも景気後退懸念が浮上する始末だ。円高による輸出下押し懸念もあるなか、輸出回復へのハードルは高い。

足元で急速に進んだ円高・株安も大きな痛手である。これまで円安により押し上げられていた企業収益が、円高進行により今後下方修正されるリスクが生じている。好調な企業収益が前述のシナリオの根幹にあるだけに、ここが崩れるようであれば話は大きく変わる。さらに、金融市場の動揺を受けて先行き不透明感が一段と強まり、企業が設備投資の先送りに動く可能性もあるだろう。設備投資は15年後半に持ち直したが、こうした状況を踏まえると、先行きについては慎重に見る必要がある。また、株安が消費者マインドの悪化に繋がるリスクにも警戒が必要だろう。

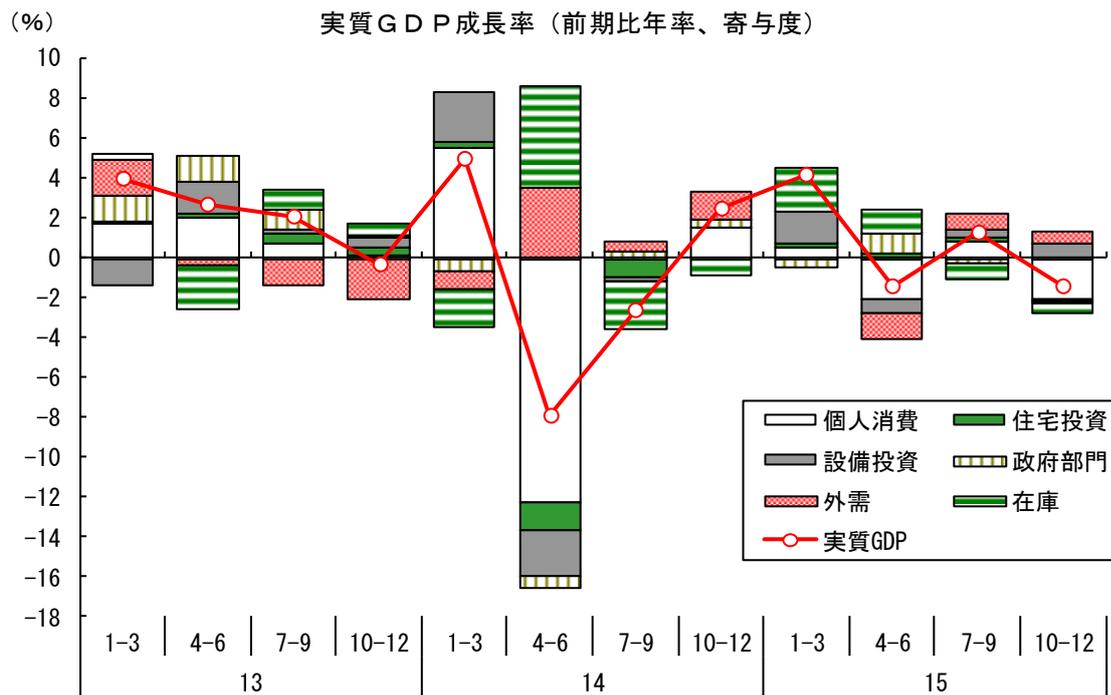
このように、懸念材料は山積みで、リスクは明らかに下振れだ。米国景気に対するリセッション懸念は行き過ぎの面が強いことや原油安効果などもあることから、日本経済が腰折れするとまでは見ていないが、16年の景気はかなり控えめに見ておく方が良いだろう。回復感に乏しい状況が続く可能性が高い。

図表 実質GDPの推移

	14年	15年	4-6月期	7-9月期	10-12月期	当社事前予想
	10-12月期	1-3月期				
実質GDP	0.6	1.0	▲ 0.3	0.3	▲ 0.4	▲ 0.8
(前期比年率)	2.5	4.2	▲ 1.4	1.3	▲ 1.4	▲ 3.0
内需寄与度	0.3	1.0	0.0	0.1	▲ 0.5	▲ 0.8
(うち民需)	0.2	1.1	▲ 0.3	0.2	▲ 0.5	▲ 0.8
(うち公需)	0.1	▲ 0.1	0.2	▲ 0.1	0.0	▲ 0.0
外需寄与度	0.3	0.0	▲ 0.3	0.2	0.1	0.1
民間最終消費支出	0.6	0.2	▲ 0.8	0.4	▲ 0.8	▲ 0.7
民間住宅	▲ 0.4	2.1	2.3	1.6	▲ 1.2	▲ 0.8
民間企業設備	0.0	2.8	▲ 1.2	0.7	1.4	▲ 0.1
民間在庫品増加(寄与度)	▲ 0.2	0.5	0.3	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.3
政府最終消費支出	0.3	0.2	0.5	0.2	0.5	0.3
公的固定資本形成	0.7	▲ 2.9	3.3	▲ 2.0	▲ 2.7	▲ 2.3
財貨・サービスの輸出	3.2	2.1	▲ 4.6	2.6	▲ 0.9	▲ 0.4
財貨・サービスの輸入	1.1	1.9	▲ 2.6	1.3	▲ 1.4	▲ 0.9
名目GDP	1.0	1.9	0.0	0.6	▲ 0.3	▲ 0.6
(前期比年率)	3.9	7.9	▲ 0.1	2.5	▲ 1.2	▲ 2.3
GDPデフレーター(前年比)	2.3	3.3	1.5	1.8	1.5	1.6

(出所)内閣府「国民経済計算」

※断りの無い場合、前期比(%)



（出所）内閣府「国民経済計算」