

2015年10-12月期四半期別GDP速報（2次速報値） 発表日：2016年3月8日（火）
～小幅上方修正だが、内容はイマイチ～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

○ 小幅上方修正

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（2次速報）は前期比年率▲1.1%（前期比▲0.3%）と、1次速報の前期比年率▲1.4%から小幅上方修正された。事前の市場予想（前期比年率▲1.4%、筆者予想：▲1.4%）を上回る結果である。ただ、上方修正とはいえ、修正幅は限定的なものにとどまっており、1次速報からあまり印象は変わっていない。また、上方修正の内容も後述の通り在庫投資によるものであり、前向きな評価はし難い。いずれにしても、1次速報と同様にはっきりとしたマイナス成長であり、景気が非常に厳しい状況にあることが改めて確認された形である。

設備投資が事前予想に反して下方修正されなかったこと（前期比+1.4% → +1.5%）と、在庫投資が上方修正されたこと（前期比年率寄与度▲0.5%Pt → ▲0.2%Pt）が、事前予想上振れの主因。このうち、設備投資については素直にポジティブに評価して問題ないだろう。これで2四半期連続の増加であり、設備投資の緩やかな増加傾向が確認されたことは好材料だ。

一方、在庫投資の上方修正の評価は微妙なところ。在庫投資は15年1-3月期に前期比年率で+2.6%Pt、4-6月期に+1.2%Ptもの押し上げ要因になった後、15年7-9月期に▲0.7%Pt、10-12月期が▲0.2%Ptとなっている。15年前半の積みあがりの大きさに比べて、後半の抑制度合いは小さく、在庫調整が道半ばであることが示されている。10-12月期の在庫投資が上方修正されたことがGDPの事前予想上振れに繋がったが、これは今後の調整余地を大きくした面もある。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。

○ 需要項目別の動向

設備投資は前期比+1.5%と2四半期連続で増加した。法人企業統計の結果等が反映されたが、1次速報段階の+1.4%からほとんど変化なしとの結果になった。設備投資が底堅さを保っていることは、低調だった10-12月期の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いとの評価があったが、ようやく投資の増加に繋がりがつつあるようだ。もっとも、先行きについては楽観できない。企業収益が足元で急減速していることに加え、金融市場の混乱や海外景気不安の高まりから先行き不透明感が強まっていることもあり、企業が投資の先送りや手控えを行う可能性は相応にあるだろう。設備投資の先行きは慎重に見た方がよい。

在庫投資は前期比寄与度▲0.0%Pt（前期比年率▲0.2%Pt）と、1次速報段階の▲0.1%Pt（前期比年率▲0.5%Pt）から上方修正された。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、法人企業統計ではともに仮置き値対比強く、上方修正要因になった。前述の通り、在庫調整圧力はまだ高く、今後も在庫調整が生産活動の足を引っ張る要因になることが予想される。

そのほか、公共投資は前期比▲3.4%と、1次速報の▲2.7%から下方修正された。1次速報段階で未公表だった15年12月分の建設総合統計の結果が下振れたことから下方修正となった。2014年度の補正予算の効

果が剥落していることが10-12月期の公共投資の大幅減に繋がったものとみられる。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。

○ 先行きも低調な推移が続く見込み

以上の通り、10-12月期のGDPは2次速報で上方修正されたものの、修正幅は小幅で、景気の厳しい状況を改めて確認させる結果だった。

先行きについても明るい展望は描けない。海外景気の減速に歯止めがかかっておらず、輸出の回復が期待しづらいことに加え、前述の通り、設備投資も下振れ含みだ。個人消費が低迷から脱する兆しも見えていない。また、最近公表された経済指標も冴えないものが目立つ。鉱工業生産では1-3月期の減産が示唆された上、1月の個人消費は下振れ、輸出もぱっとしない。牽引役不在の状況は未だ解消されておらず、1-3月期の景気も低調なものにとどまる可能性が高まりつつあるようだ。16年1-3月期のGDPについては、うるう年による日数増の影響から見かけ上の成長率こそ押し上げられるが、その押し上げ分（前期比年率+1.2%ポイント程度と試算される）を除いた実態としては、マイナス成長になる可能性があるかと予想している。景気持ち直しが確認されるには今しばらく時間がかかるだろう。

図表 実質GDPの推移

	15年				1次速報実績	当社事前予想
	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期		
実質GDP	1.1	▲ 0.4	0.3	▲ 0.3	▲ 0.4	▲ 0.4
(前期比年率)	4.6	▲ 1.4	1.4	▲ 1.1	▲ 1.4	▲ 1.4
内需寄与度	1.1	▲ 0.1	0.1	▲ 0.4	▲ 0.5	▲ 0.5
(うち民需)	1.2	▲ 0.3	0.2	▲ 0.4	▲ 0.5	▲ 0.5
(うち公需)	▲ 0.1	0.2	▲ 0.1	0.0	0.0	0.0
外需寄与度	0.0	▲ 0.3	0.2	0.1	0.1	0.1
民間最終消費支出	0.2	▲ 0.8	0.4	▲ 0.9	▲ 0.8	▲ 0.8
民間住宅	2.1	2.3	1.6	▲ 1.2	▲ 1.2	▲ 1.2
民間企業設備	2.9	▲ 1.1	0.7	1.5	1.4	1.2
民間在庫品増加(寄与度)	0.6	0.3	▲ 0.2	0.0	▲ 0.1	▲ 0.1
政府最終消費支出	0.2	0.5	0.2	0.6	0.5	0.5
公的固定資本形成	▲ 3.0	3.2	▲ 2.1	▲ 3.4	▲ 2.7	▲ 3.2
財貨・サービスの輸出	2.1	▲ 4.6	2.6	▲ 0.8	▲ 0.9	▲ 0.9
財貨・サービスの輸入	1.9	▲ 2.5	1.3	▲ 1.4	▲ 1.4	▲ 1.4
名目GDP	2.0	▲ 0.1	0.6	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.3
(前期比年率)	8.3	▲ 0.2	2.6	▲ 0.9	▲ 1.2	▲ 1.2
GDPデフレーター(前年比)	3.3	1.5	1.8	1.5	1.5	1.5

(出所)内閣府「国民経済計算」

※断りの無い場合、前期比(%)