

Economic Monitor

主任研究員 武田 淳 03-3497-3676 takeda-ats@itochu.co.jp
主任研究員 石川 誠 03-3497-3616 ishikawa-ma@itochu.co.jp

日本経済：2 四半期連続のマイナス成長は回避も停滞続く（2015 年 7～9 月期 2 次 QE）

2015 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.0%（年率+0.1%）に上方修正されると予想。在庫投資や公共投資は下方修正されるものの、設備投資が大幅に上方修正される見込み。2 四半期連続のマイナス成長は回避されたが、需要の回復力は総じて弱く景気は停滞感の残る状況。

12 月 8 日に発表予定の 2015 年 7～9 月期 GDP2 次速報は、1 次速報値の前期比▲0.2%（年率▲0.8%）から前期比+0.0%（年率+0.1%）へ上方修正される見込み。民間在庫投資（前期比寄与度▲0.5%Pt→▲0.6%Pt）や公的固定資本形成（前期比▲0.3%→▲1.9%）が下方修正されるものの、民間企業設備投資（前期比▲1.3%→+1.6%）が大幅に上方修正されると予想する。

本予想通りとなれば、2 四半期連続の前期比マイナス成長は回避されたことになるが、それでも 7～9 月期の日本経済は、最終需要の回復力が弱いことから、積み上がった在庫を調整するために生産の抑制を迫られるという姿に変わりはなく、停滞が続いていたと評価できよう。

実質 GDP 成長率の推移（QE 予測）

	2014				2015			
					(前期比・%)			
	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	1 次 7～9	2 次予測 7～9
実質 GDP	1.2	▲ 2.0	▲ 0.3	0.3	1.1	▲ 0.2	▲ 0.2	0.0
（年率換算）	4.7	▲ 7.7	▲ 1.1	1.2	4.6	▲ 0.7	▲ 0.8	0.1
（前年同期比）	2.4	▲ 0.4	▲ 1.4	▲ 0.9	▲ 0.8	1.0	1.0	1.2
国内需要	1.4	▲ 2.8	▲ 0.3	▲ 0.0	1.1	0.0	▲ 0.3	▲ 0.0
民間需要	1.9	▲ 3.7	▲ 0.7	▲ 0.1	1.5	▲ 0.2	▲ 0.5	0.0
民間最終消費支出	2.1	▲ 5.0	0.2	0.4	0.4	▲ 0.6	0.5	0.5
民間住宅投資	2.2	▲ 10.5	▲ 6.8	▲ 0.7	2.0	2.4	1.9	1.9
民間企業設備投資	4.8	▲ 4.4	0.3	0.0	2.4	▲ 1.2	▲ 1.3	1.6
民間在庫品増加	(▲0.6)	(1.2)	(▲0.4)	(▲0.2)	(0.5)	(0.2)	(▲0.5)	(▲0.6)
公的需要	▲ 0.3	0.1	0.7	0.2	▲ 0.0	0.8	0.2	▲ 0.1
政府最終消費支出	▲ 0.2	0.0	0.3	0.3	0.3	0.6	0.3	0.3
公的固定資本形成	▲ 0.7	0.4	1.7	0.2	▲ 1.3	2.1	▲ 0.3	▲ 1.9
財貨・サービスの純輸出	(▲0.2)	(0.9)	(0.1)	(0.3)	(0.0)	(▲0.2)	(0.1)	(0.1)
財貨・サービスの輸出	5.9	0.4	1.6	2.9	1.9	▲ 4.3	2.6	2.6
財貨・サービスの輸入	6.0	▲ 4.2	1.1	0.9	1.9	▲ 2.8	1.7	1.7

（出所）内閣府、予測は当社による

なお、在庫投資の下方修正は、法人企業統計季報を踏まえた流通在庫や原材料在庫の下方修正によるものであり、4～6 月期の最終需要の落ち込みを受けて積み上がった在庫を削減する動きが広がっていたことが改めて確認された。実質 GDP 成長率を前期比で 0.6%Pt も押し下げるほど大幅なマイナス寄与は、在庫調整が一気に進んだことを示しており、景気回復に向けた重石が取れたことを前向きに評価すべきではあるが、一方で景気の回復を確信できない企業の慎重なマインドを映じたものという見方もできよう。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

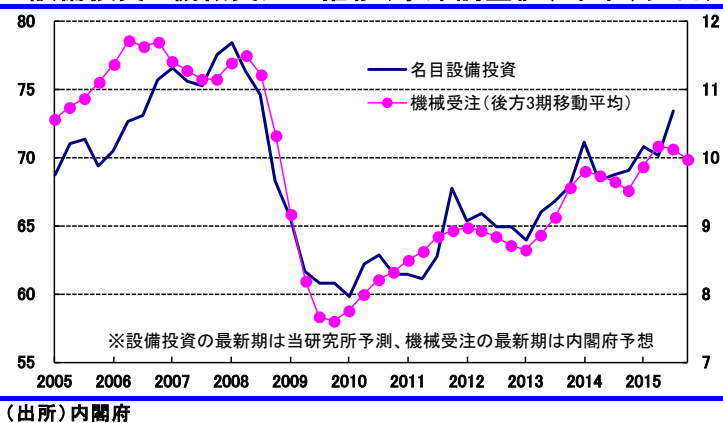
また、公的固定資本形成（公共投資）の下方修正は、建設総合統計の9月分を反映した結果である。今年2月に予算化された「地方への好循環拡大に向けた緊急経済対策」の効果が急速に剥落しつつある状況を示したものと考えられる。

今回の注目は、民間企業設備投資の上方修正であるが、法人企業統計季報において設備投資額（除くソフトウェア、名目）が4～6月期の前年同期比+6.6%から7～9月期に+11.2%へ大きく伸びを高めたことを反映したものである。季節調整値では4～6月期の前期比▲2.7%から7～9月期には+5.4%へ反転しており、特に製造業（4～6月期▲1.0%→7～9月期+7.6%）の復調が顕著である。

設備投資の2次速報値と1次速報値との大きな乖離は、1次速報値では供給サイドの統計である資本財の出荷動向を主な拠り所としているため、住宅投資や公共投資と十分に切り分けて把握できないことが最大の原因と考えられる。ただ、2次速報値で推計に用いる需要サイドの法人企業統計に関してもサンプル調査で誤差を多く含んでおり、いずれの指標が示す動きがより実態に近いのかを判断することは困難である。

いずれにしても、設備投資は4～6月期に前期比▲1.2%と落ち込んでおり、7～9月期にプラスに転じたとしても、一進一退の横這い推移という程度である。しかも、先行指標の機械受注（船舶・電力を除く民需）は、9月に前月比+7.5%と4カ月ぶりの増加に転じたが、7～9月期では前期比▲10.0%となった。さらに、10～12月期の内閣府予想は前期比+2.9%にとどまっており、これに基づくと、GDPベースの設備投資と相関の高い機械受注の後方3期移動平均は7～9月期、10～12期とも前期比でマイナスとなる。すなわち、機械受注は設備投資の頭打ちを示唆していることになる。

設備投資と機械受注の推移(季節調整値、年率、兆円)



こうした設備投資の動向は、個人消費や輸出の反発力の弱さとあわせ、需要は底入れしたとは言えるものの、総じて停滞状態からは脱していないことを示しているとみておくべきであろう。