

2015年7～9月期GDP速報と先行き経済への視点

～目立ち始めた先行き不透明感が成長の重石に～

調査情報担当室 竹田 智哉

1. GDP速報から見た足下の経済物価情勢

1-1. GDP成長率～足踏みが続く我が国経済

2015年7～9月期のGDP成長率（1次速報値、2015年11月16日内閣府公表）は、実質は▲0.2%（年率▲0.8%）と2四半期連続のマイナス成長、名目は0.0%（同0.1%）とほぼゼロ成長となった（図表1、2）。実質のマイナス成長は、民間在庫（寄与度¹▲0.5%ポイント）の落ち込みが大きな理由であり²、猛暑や9月の大型連休など特殊要因³を背景とした民間消費（前期比0.5%、寄与度0.3%ポイント）の伸びは打ち消され、外需（寄与度0.1%ポイント）の貢献も力不足であった。ただし、民間在庫の減少に関しては、在庫調整の進展と

図表1 GDP成長率と構成要素別の成長率の推移(季節調整値、前期比(%))

	2013 (年度)	2014 (年度)	2014 7～9	2014 10～12	2015 1～3	2015 4～6	2015 7～9
実質GDP	2.1	▲0.9	▲0.3	0.3	1.1	▲0.2	▲0.2
内需	(2.6)	(▲1.5)	(▲0.3)	(▲0.0)	(1.2)	(0.0)	(▲0.3)
民間最終消費支出	2.5	▲3.1	0.2	0.4	0.4	▲0.6	0.5
民間住宅投資	9.3	▲11.6	▲6.8	▲0.7	2.0	2.4	1.9
民間企業設備投資	4.0	0.5	0.3	0.0	2.4	▲1.2	▲1.3
民間在庫品増加	(▲0.5)	(0.5)	(▲0.5)	(▲0.3)	(0.5)	(0.3)	(▲0.5)
政府最終消費支出	1.6	0.4	0.3	0.3	0.3	0.6	0.3
公的固定資本形成	10.3	2.0	1.7	0.2	▲1.3	2.1	▲0.3
公的在庫品増加	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(▲0.0)	(0.0)	(▲0.0)	(▲0.0)
外需	(▲0.5)	(0.6)	(0.1)	(0.3)	(▲0.0)	(▲0.2)	(0.1)
財貨・サービスの輸出	4.4	7.9	1.6	2.9	1.9	▲4.3	2.6
財貨・サービスの輸入	6.7	3.6	1.1	0.9	1.9	▲2.8	1.7
名目GDP	1.8	1.6	▲0.5	0.7	2.2	0.2	0.0
名目雇用者報酬	1.0	1.7	0.2	0.3	0.1	0.3	0.9

(注) 内需、外需、民間在庫品増加、公的在庫品増加の数値は実質GDPへの寄与度。

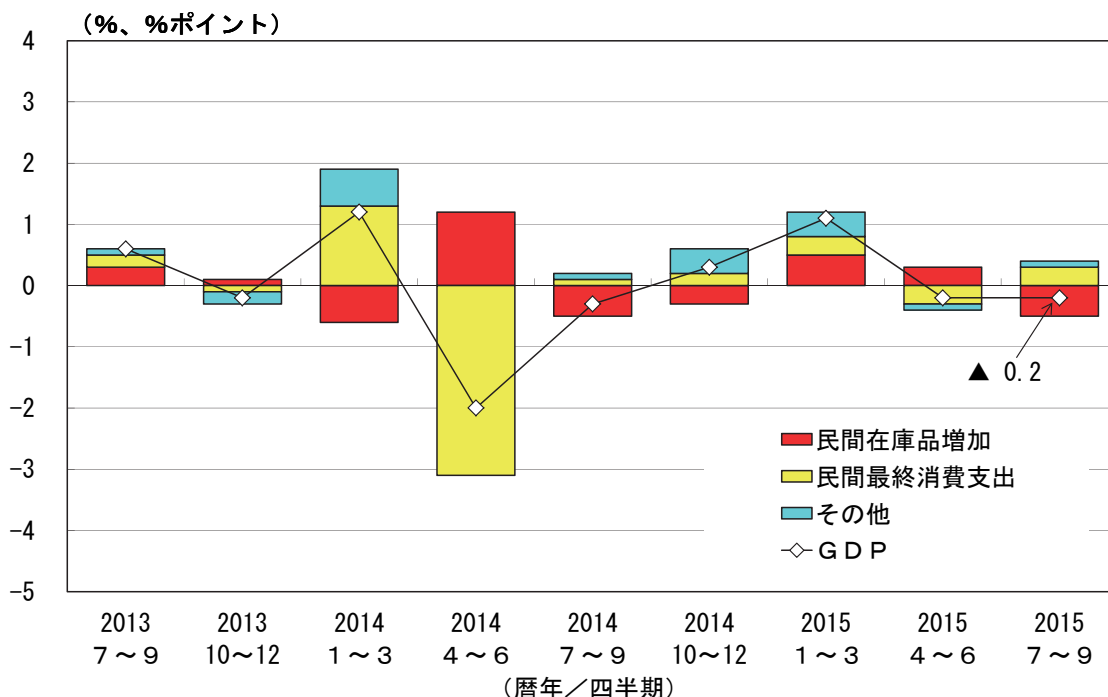
(出所) 内閣府『2015年7～9月期四半期別GDP速報（1次速報値）』

¹ 実質GDPへの寄与度。以下同じ。

² なお、在庫を除いた最終需要の寄与度は前期比年率1.4%となった（2015年7～9月期四半期別GDP速報（1次QE）公表に際しての甘利経済財政政策担当大臣談話）。

³ 日本経済新聞夕刊(2015.11.16)。なお、9月上旬の天候不順などマイナスの特殊要因も指摘されている。

図表2 実質GDP成長率（季節調整値）と需要項目別寄与度



(注1) GDPは前期比、他はGDPへの寄与度。

(注2) その他は民間在庫と民間消費を除く各項目の寄与度の和として計算した。

(出所) 内閣府『2015年7~9月期四半期別GDP速報(1次速報値)』

いう意味合いから、マイナス要因と捉える向きは見当たらない。このような点を背景に、2四半期連続のマイナス成長となったものの、景気は後退局面入りはしておらず、引き続き足踏み状態にあるとの見方が大勢を占めている。

しかし、①世界経済の足取りの重さを背景に、外需に力強さが見られていないこと、②実質賃金がようやく上昇に転じたものの⁴、家計の体感物価はいまだ高止まりしていること⁵、③企業の業績改善が続く中でも民間設備投資（前期比▲1.3%、寄与度▲0.2%ポイント）はまだマイナスの伸びにとどまっていることなどの理由から、景気のけん引役を期待できる項目が見当たらない状況も続いている。今回のGDP速報からは、在庫調整にある程度の進展は見られたも

⁴ 実質賃金伸び率=名目賃金伸び率-物価上昇率。このため、実質賃金は名目賃金が押し上げられ、物価上昇率が押し下げられる場合に上昇するが、名目賃金の指標「現金給与総額」（事業所規模5人以上、前年同月比、以下同じ）は2015年に入ってからはプラス傾向にあり、物価の指標「消費者物価指数」（前年同月比、以下同じ）は2015年度に入ってからはプラス幅が縮小し、代表的指標「生鮮食品を除く総合指数」は8月には2年4か月ぶりにマイナスに陥った。この結果、「実質賃金」（=「現金給与総額」/消費者物価指数（持家の帰属家賃を除く総合指数））は、7月に2年3か月ぶりにプラスに転じて以降、9月まで3か月連続でプラスになっている（厚生労働省『毎月勤労統計調査 平成27年9月分結果速報等』、総務省『消費者物価指数 全国』（2015年9月分）、日本経済新聞（2015.9.5）、日本経済新聞夕刊（2015.9.25））。

⁵ 日本銀行『生活意識に関するアンケート調査』（第63回）の結果（2015.10.2）。

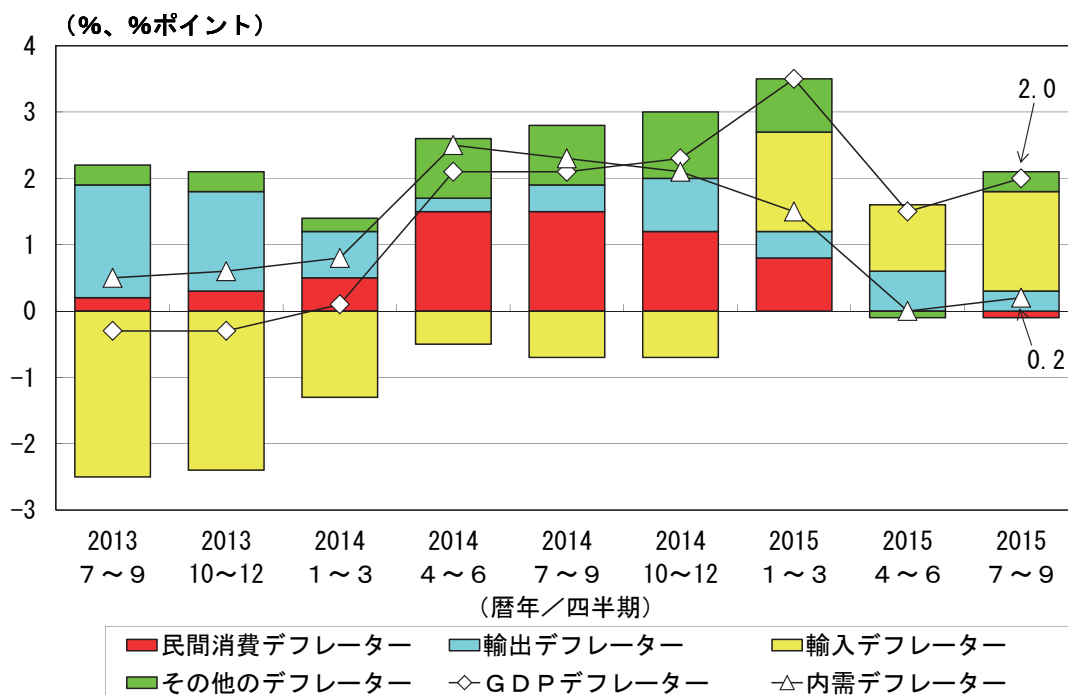
の、足下では先行き景気への不透明感は高まったと言えよう。

1-2. 物価指標～国内発の物価上昇圧力は依然弱い

2015年7～9月期の物価指標（前年同期比、以下同じ）の動向を見ると（図表3）、我が国の全般的な物価水準を表すGDPデフレーターは2.0%、輸出入物価の影響を除いた内需デフレーターは0.2%となった。2015年度に入ってから、消費税率引上げによる影響はく落したことにより民間消費デフレーター⁶の寄与はほぼ失われ、内需デフレーターはゼロ近傍で推移している。一方、GDPデフレーターは、原油安を背景とした輸入デフレーターの落ち込み分だけ内需デフレーターよりも押し上げられる傾向が続いている⁷。

今後の物価動向については、先行きの景気回復の度合いに加え、為替レートや国際的な原油価格の動向により左右されると思われる。景気回復に根差した

図表3 GDPデフレーターの推移（前年同期比）と寄与度



(注1) GDPデフレーター、内需デフレーターは前年同期比。それ以外は、GDPデフレーターへの寄与度。

(注2) 各項目別デフレーターのGDPデフレーターへの寄与度は、各項目の名目成長率への寄与度と実質成長率への寄与度の差として計算した。

(出所) 内閣府『2015年7～9月期四半期別GDP速報（1次速報値）』より作成。

⁶ 民間消費デフレーターと概念の近い消費者物価指数の動きについては、脚注4を参照。

⁷ 定義上、輸入デフレーターが下落すると、その他条件を一定にするとGDPデフレーターは上昇する。これは、名目値=実質値×デフレーターという関係から、輸入デフレーターの下落は名目輸入額を押し下げるため、名目GDPを押し上げるからである。なお、これは実質値を固定した場合であり、名目値を固定した場合は実質輸入の押し上げ=実質GDPの押し下げとなる。

物価上昇の場合には、名目賃金もある程度は伸びると考えられ、実質賃金の押下げや家計の体感物価上昇というマイナスの影響は和らぎ継続的な物価上昇も期待できるかも知れない。一方、為替レートや原油価格の動向については、例えば原油高の場合には、原材料価格の上昇に直結し、名目賃金の伸びを伴わない物価上昇が引き起こされ、景気へ悪影響を及ぼすことが懸念される。また、円安の場合でも、ある程度の輸出増は期待できるかも知れないが、原油価格に増減がなければ円安になった分だけ円建ての原材料価格は上昇するため、両者の変化方向や変動幅の相違によっては、やはり賃金は増えない一方で物価だけが上昇する可能性もあると考えられる⁸。

2. 先行き景気のシナリオ～構図は維持ながら不透明感が回復力を押下げ

今回のGDP速報を受けた民間シンクタンクの短期経済見通しを集計⁹すると、実質GDP成長率は2015年度が1%未満、2016年度が1.5%前後となっており、回復の勢いは緩やかと見込まれている。この背景となる各シンクタンクが想定する先行き景気のシナリオは、おおむね以下のとおりである（図表4）。

足踏み状態が2015年内までは続くものの、それ以降は①円安及び原油安の下で企業の高収益が続き、民間設備投資が押し上げられる。②労働市場は引き続きひっ迫する中で、企業の高収益を背景に賃金は名実共に増勢を維持し、民間消費は堅調な推移を示す。③世界経済の緩やかな回復を受けて、輸出も緩やかながら伸びる。④2016年度末（2017年1～3月期）には、2017年4月予定の消費税率引上げ前の駆け込み需要が発生すると見込んでいる。

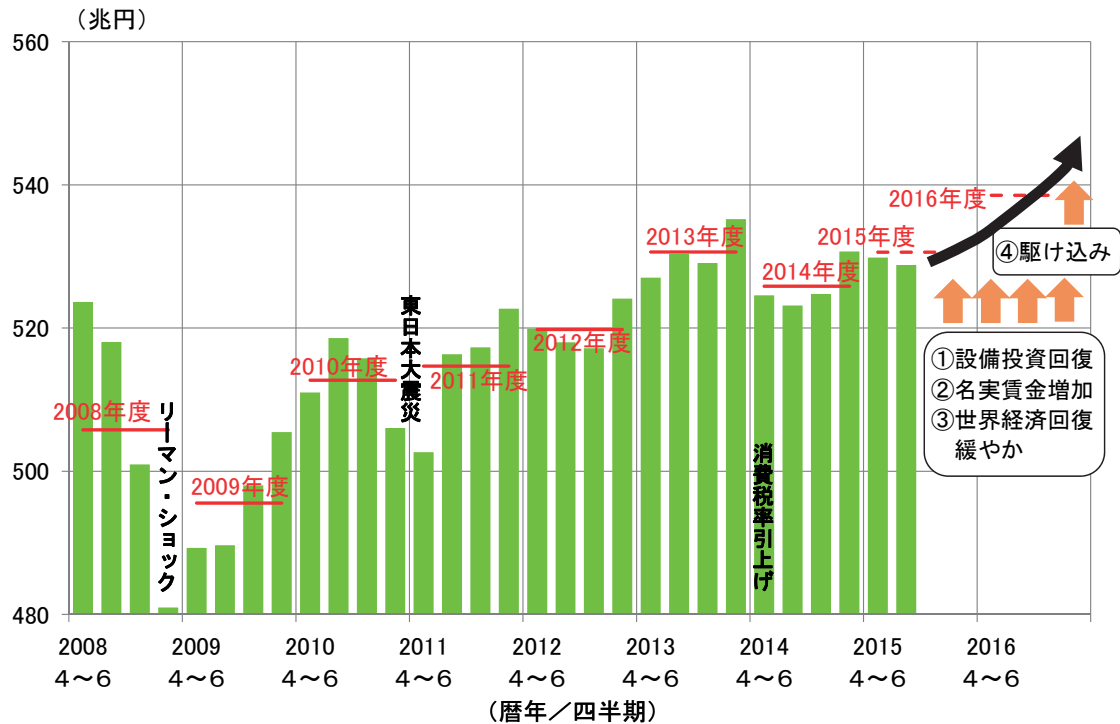
今回の民間シンクタンクの見通しは、前回の2015年8月時点の見通しと比べると¹⁰、シナリオの方向性は維持されているものの、足下における先行き不透明感の高まりを踏まえ、今後の回復力については内外ともに緩慢なペースにとどまり、力強い回復までは期待できないとしている。実際、2015年度は輸出と民間設備投資の伸びが前回よりも下方修正されており、その結果、実質GDP成長率も押し下げられている。また、中国に関しては、その景気減速が新興国や産油国に波及するという点についても警戒感が高まっている。

⁸ 内閣府は、2014年夏と比べてドバイ原油価格が2015年4月には50%下落し、ドル円レートが2015年に入って20%円安方向で推移したことを受け、今後両指標が同程度変化した場合の影響を試算したところ、75%程度の業種で生産者価格が上昇するという結果となった（内閣府『平成27年度年次経済財政報告』（2015.8））。

⁹ 本稿では、本稿執筆時点で公表された7機関の数値を集計した。

¹⁰ 8月時点の見通しの詳細については、拙稿「2015年4～6月期GDP速報と先行き経済への視点」『経済のプリズム』第143号、参議院事務局企画調整室（2015.9）を参照。

図表4 民間シンクタンクのシナリオにおける景気動向（イメージ）



(注) 棒グラフは各四半期の実質GDP（実績値、季節調整値）、赤色の水平線は各年度の実質GDPを示す（実線は実績値、点線は民間シンクタンクの見通しの平均値で成長した場合の予測値）。また、矢印線は、民間シンクタンクのシナリオに沿って景気の先行きをイメージしたもの。
 (出所) 内閣府『2015年7～9月期四半期別GDP速報（1次速報値）』、シンクタンク資料等より作成。

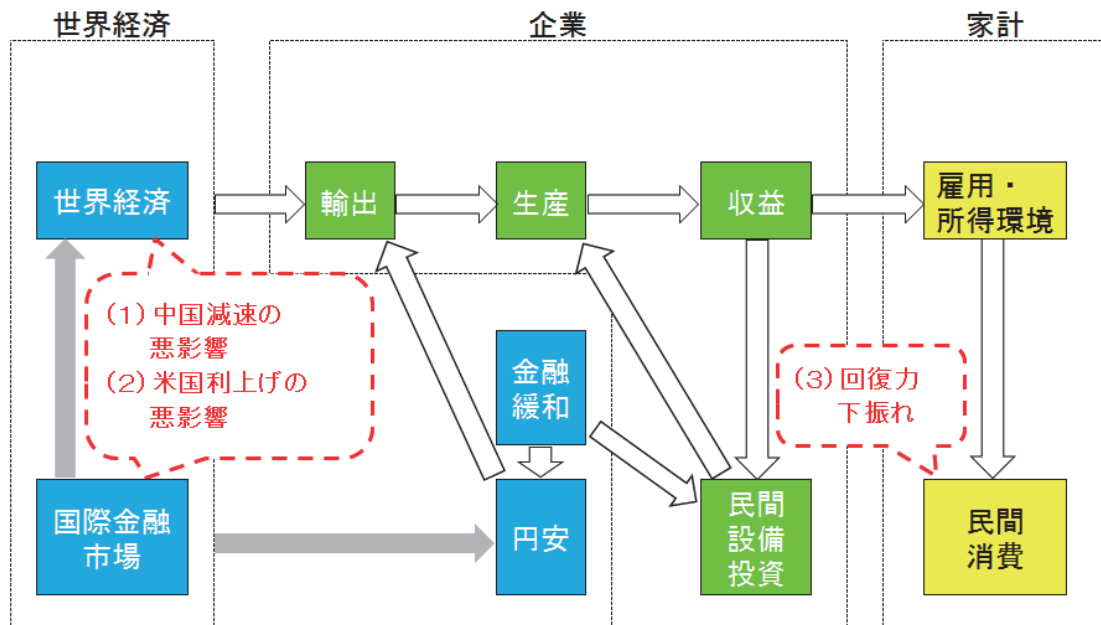
3. 景気シナリオのリスク要因～中国の新興国・資源国への波及を注視

2節で述べた民間シンクタンクのシナリオに対しては、(1)中国経済の更なる減速の悪影響、(2)米国の利上げによる新興国及び国際金融市場の混乱、(3)民間消費の回復力の下振れなどいずれも下振れリスク要因が指摘されている(図表5)。

それぞれの下振れリスクを見ると、(1)の中国経済の更なる減速の悪影響については、中国を主な貿易相手国としているアジアを中心とした新興国経済や、原油など原材料価格の低下を通じて¹¹資源国にもマイナスの波及効果をもたらすことが懸念される。また、二次的な効果として、こうした国々の中でも特に経常赤字が累積しているなどファンダメンタルズが弱い国々においては、国際金融市場での投機的な行動により当該国の通貨が大幅に減価することや、それ

¹¹ 中国経済の減速は、大口需要者の需要量低下という実需要因に加え、将来需要の低下による将来価格の下落を見込んだ投機が行われるという投機要因の両方の理由により、原材料価格の下押し圧力になることが想定される。

図表5 先行きの経済シナリオのリスク要因



(注) 一般に理解される経済の波及経路をイメージした。下振れリスク要因は、赤色点線の吹き出しで示している。また、実線白抜き矢印はプラスの効果、灰色の矢印は単純にプラスあるいはマイナスの効果とは言えない場合をイメージしている。

(出所) 筆者作成

を防ぐための金融引締めにより景気悪化が引き起こされる可能性もあるだろう。

(2) の米国の利上げによる新興国及び国際金融市場の混乱については、FRBが2015年12月に利上げを行う場合には、新興国へ向けられていた資金が流出¹²することに加え、(1)での「二次的な効果」が引き起こされることが懸念材料となっている。なお、この「懸念」は過去に観察されており¹³、2015年9月にはG20財務大臣・中央銀行総裁会議(トルコ)の共同声明でも性急な利上げをけん制するような表現が盛り込まれている。

(3) の民間消費の回復力の下振れについては、先行き不透明感の高まりによる家計の消費マインドの落ち込みや、物価上昇圧力の高まりによる実質賃金の頭打ちなどが起きた場合には発生し得るリスクと思われる。前者については、(1)や(2)といった海外リスク要因を含めた世界経済の動向に加え、国内においては賃金上昇の鈍化などが、後者については賃金上昇の鈍化や円安・原油安局面の変化などを背景とした物価上昇度合いの高まりが引き金になると考えられる。

¹² この理由は、金融引締めによるドル資金のひっ迫化や、米国での資産運用が相対的に有利になることなどが挙げられる。

¹³ FRBが金融拡張政策の規模縮小を決定した2013年12月や、バーナンキFRB議長(当時)がそれを「ほのめかした」2013年5月など。

4. まとめ

2015年7～9月期は2四半期連続のマイナス成長となったが、在庫減少という特殊要因が主因であることから、景気は引き続き足踏み状態にあると見られている(1-1節)。ただし、景気のけん引役が見当たらない状況も続いており、先行き景気への不透明感が高まり始めたと言えよう。物価については、国内発の押し上げ圧力が弱まっている(1-2節)。今後は、景気回復に加え、為替及び原油価格の動向次第では物価への上昇圧力が高まると考えられるが、前者ならば名目賃金も上昇し物価上昇の悪影響の中和が期待できる一方、後者ならば賃金上昇を伴わない物価上昇を引き起こし景気へ悪影響をもたらす可能性がある。

先行き見通しについては、足踏み状態が2015年内までは続くものの、企業の高収益が民間設備投資の増加や名実賃金の増勢維持へとつながり、緩やかながら景気回復が進むとの見方が大勢である(2節)。ただし、足下における先行き不透明感の高まりを踏まえ、今後の回復力は従来よりも弱く見られている。また、中国については、その景気変動の新興国などへの波及についても注視されている。

一方、先行き見通しのリスク要因について、内外経済に関わる3要因を挙げたが(3節)、海外要因(中国減速の悪影響、米国利上げの悪影響)については、主に各国の政策対応や国際金融市場の動向に左右されることから、不確実性は容易に払拭できないと考えられる。また、国内要因(民間消費の回復力下振れ)については、海外リスク要因を含めた内外の様々な要因が引き金となる恐れがある。以上の点を踏まえると、先行き不透明感が高まる中での景気回復シナリオは従来よりも高いぜい弱性を内包しているとも言えよう。

【参考文献】

- 第一生命経済研究所『2015～2017年度日本経済見通し』、2015年11月
- ニッセイ基礎研究所『2015～2017年度経済見通し(15年11月)』、2015年11月
- 日本経済研究センター『第164回四半期経済予測』、2015年11月
- 日本総合研究所『2015～2016年度改訂見通し』、2015年11月
- みずほ総合研究所『2015・16年度内外経済見通し』、2015年11月
- 三菱総合研究所『2015、2016年度の内外景気見通し』、2015年11月
- 三菱UFJモルガン・スタンレー証券『15～17年度改訂経済見通し(15年11月)』、2015年11月

補論1 政府経済見通しのフォローアップ

我が国経済は、本論で見たように、2015年度に入って2四半期連続でのマイナス成長に陥った。このため、2月公表の政府経済見通しで掲げられた2015年度の経済成長率

の達成は難しい状況となっており、実質成長率達成のために2015年度の残る2四半期それぞれに「必要な伸び率」(補論図表1の注3参照)は1.14%(年率4.7%程度)、名目成長率については0.82%となっている。これは、民間消費、民間設備投資、輸出といった景気のけん引役を期待されてきた項目がいずれも極めて弱い水準にとどまったことが大きい。

政府経済見通しでは、好循環進展の下での堅調な景気回復の実現というシナリオを描いており¹⁴、その実現のための重要な要素である賃上げ等による雇用・所得環境の改善については、ある程度の成果が見られてきた¹⁵。しかし、リスク要因として挙げられていた「海外景気の下振れ」は正に顕在化しており、「金融資本・商品市場の動向」については、時限的ながら混乱が発生したことから、我が国経済に対して輸出など実需面だけではなく、先行き不透明感の高まりというマインド面でも悪影響をもたらしたと言えよう。

補論図表1 2015年度の政府・シンクタンクの経済見通し

	政府経済見通し	年央試算	シンクタンク見通し	「必要な伸び率」
	対前年度比増減率(%)			対前四半期増減率(%)
実質GDP	1.5	1.5	0.9	1.14
内需	(1.4)	(1.4)	(0.8)	—
民間最終消費支出	2.0	1.7	0.6	2.07
民間企業設備投資	5.3	5.4	0.2	7.28
外需	(0.1)	(0.1)	(0.0)	—
財貨・サービスの輸出	5.2	5.1	1.5	5.62
名目GDP	2.7	2.9	2.3	0.82

(注1) 政府経済見通しは、『平成27年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度』、年央試算は、『平成27年度の経済動向について(内閣府年央試算)』における2015年度の対前年度比増減率。シンクタンク見通しは、各社の2015年度見通しの平均値。

(注2) 内需、外需の数値は寄与度。

(注3) 「必要な伸び率」は、政府経済見通しの対前年度比増減率を達成するために、2015年度の残る2四半期(2015年10~12月期、2016年1~3月期)それぞれに必要な伸び率(数値は年率ではない)。「平成27年度実質GDP成長率の達成について」記載の方法で算出した。

(出所) 『平成27年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度』、内閣府『平成27年度の経済動向について(内閣府年央試算)』、内閣府『平成27年度実質GDP成長率の達成について』、民間シンクタンク資料より作成。

¹⁴ 平成27年度政府経済見通しの詳細については、鈴木克洋・竹田智哉「アベノミクス3年目の経済の行方」『立法と調査』第362号、参議院事務局企画調整室(2015.3)を参照。

¹⁵ 脚注4を参照。

補論2 中国減速のアジアへの波及を踏まえたGDPへの影響（モデル試算）

本論で見たように、中国の景気減速については、中国を主な貿易相手とするアジア新興国などについてもマイナスの波及効果をもたらすことへの警戒感が高まってきている。現在、我が国では、世界経済の足取りの重さなどを背景とした先行き透明感の高まりが企業行動（設備投資や人件費への支出度合いなど）の抑制要因となっていると見られる中で、中国経済の減速度合いが強まる場合には、我が国にも新興国への波及効果を含めた悪影響がもたらされ、こうした収縮的な動きが強まることが懸念される。

そこで、中国経済とアジア諸国との相関関係を踏まえ¹⁶、中国経済の減速度合いが緩やかな場合（標準シナリオ）と、標準シナリオよりも減速度合いが強まる場合（リスクシナリオ）とを比べ¹⁷、その影響をマクロモデルで試算した（補論図表2）¹⁸。試算によると、中国経済の減速度合いが強まり成長率が1%ポイント程度低下した場合、中国を含めたアジア諸国のGDPは中国のGDPの1.4倍程度落ち込むため¹⁹、実質輸出は2015年度には1.1%ポイント程度、2016年度には2.1%ポイント程度落ち込み、そのため、実質GDP成長率は、2015年度には0.2%ポイント程度、2016年度には0.4%ポイント程度低下するという結果となった。

補論図表2 中国経済の減速度合いが強まる場合の影響（試算）

（単位：％、％ポイント）

（伸び率）	2015年度			2016年度		
	リスクシナリオ(B)	標準シナリオ(A)	差(B)-(A)	リスクシナリオ(B)	標準シナリオ(A)	差(B)-(A)
実質GDP	▲0.2	▲0.1	▲0.2	1.8	2.2	▲0.4
実質輸出	2.3	3.4	▲1.1	2.6	4.7	▲2.1

（注1）「標準シナリオ(A)」と「リスクシナリオ(B)」の定義については、本文を参照。

（注2）四捨五入の関係で、両シナリオの伸び率の差分と「差」が一致しないことがある。

（内線 75043）

¹⁶ 試算で使用したマクロモデルにおいて、我が国輸出についての所得要因の1つであるアジア諸国（8か国、中国を含む）の中国を除いた7か国について、そのGDP合計額に中国のGDPが波及するという効果を加味している。

¹⁷ 中国経済の想定（前年同期比成長率、以下同じ）は、標準シナリオでは2016年6.5%・2017年6%、リスクシナリオでは標準シナリオと比べて1%ポイント成長率が弱まると仮定した。

¹⁸ 試算はマクロモデルによるものであり、結果は幅を持って見るべきものである。

¹⁹ 脚注17の想定の下で、中国のGDPは2015年には68億ドル程度、2016年度は214億ドル程度減少している。その結果、アジア8か国のGDPは、2015年には95億ドル程度、2016年度は298億ドル程度の落ち込みが見られている。