

2015年10～12月期GDP速報と先行き経済への視点

～不透明感の急拡大により景気回復力は更に押下げ～

調査情報担当室 竹田 智哉

1. GDP成長率～足踏みから抜け出せない我が国経済

2015年10～12月期のGDP成長率（1次速報値、2016年2月15日内閣府公表）は、実質は▲0.4%（年率▲1.4%）、名目は▲0.3%（同▲1.2%）と共に2四半期振りのマイナス成長となった（図表1、2）¹。実質のマイナス成長の大きな原因となった民間消費（前期比▲0.8%、寄与度²▲0.5%ポイント）の落ち込みについては、暖冬による冬物衣料や灯油の販売不振という特殊要因への指摘も見られてはいるが³、2015年に入ってから耐久財消費が4四半期連続で落ち込みが続いていることなどを踏まえると、回復力の弱さが見て取れる結果と言えよう。その他の項目についても、民間設備投資（前期比1.4%、寄与度

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 10～12	2015 1～3	4～6	7～9	10～12
実質GDP	2.0	▲1.0	0.6	1.0	▲0.3	0.3	▲0.4
内需	(2.5)	(▲1.6)	(0.3)	(1.0)	(▲0.0)	(0.1)	(▲0.5)
民間最終消費支出	2.3	▲2.9	0.6	0.2	▲0.8	0.4	▲0.8
民間住宅投資	8.8	▲11.7	▲0.4	2.1	2.3	1.6	▲1.2
民間企業設備投資	3.0	0.1	▲0.0	2.8	▲1.2	0.7	1.4
民間在庫品増加	(▲0.3)	(0.6)	(▲0.2)	(0.5)	(0.3)	(▲0.2)	(▲0.1)
政府最終消費支出	1.6	0.1	0.3	0.2	0.5	0.2	0.5
公的固定資本形成	10.3	▲2.6	0.7	▲2.9	3.3	▲2.0	▲2.7
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)	(0.3)	(▲0.0)	(▲0.3)	(0.2)	(0.1)
財貨・サービスの輸出	4.4	7.8	3.2	2.1	▲4.6	2.6	▲0.9
財貨・サービスの輸入	6.7	3.3	1.1	1.9	▲2.6	1.3	▲1.4
名目GDP	1.7	1.5	1.0	1.9	▲0.0	0.6	▲0.3
名目雇用者報酬	0.8	1.9	0.2	0.3	0.2	0.9	0.4

(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。

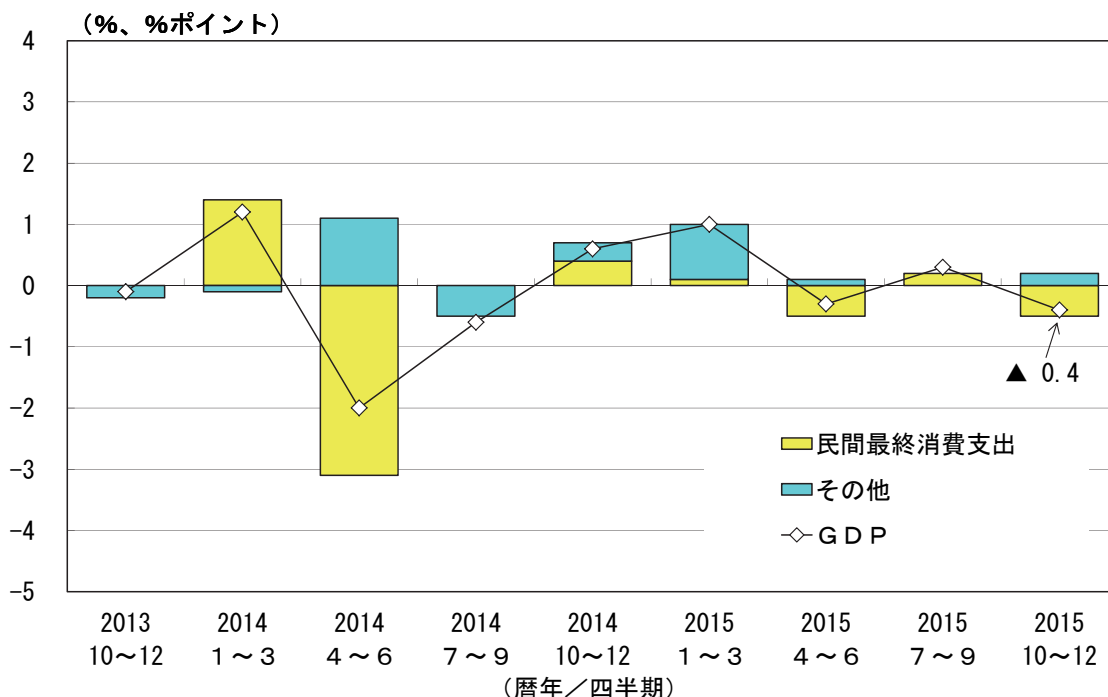
(出所) 内閣府『2015年10～12月期四半期別GDP速報（1次速報値）』

¹ 2015年7～9月期の実質GDPは、2015年11月公表の1次速報ではマイナス成長であったが、12月公表の2次速報でプラス成長となっており、今回の10～12月期1次速報公表に係る遡及改定でもそれが維持された。

² 実質GDPへの寄与度。以下同じ。

³ 日本経済新聞夕刊(2016.2.15)など。

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10~12月期四半期別GDP速報(1次速報値)』

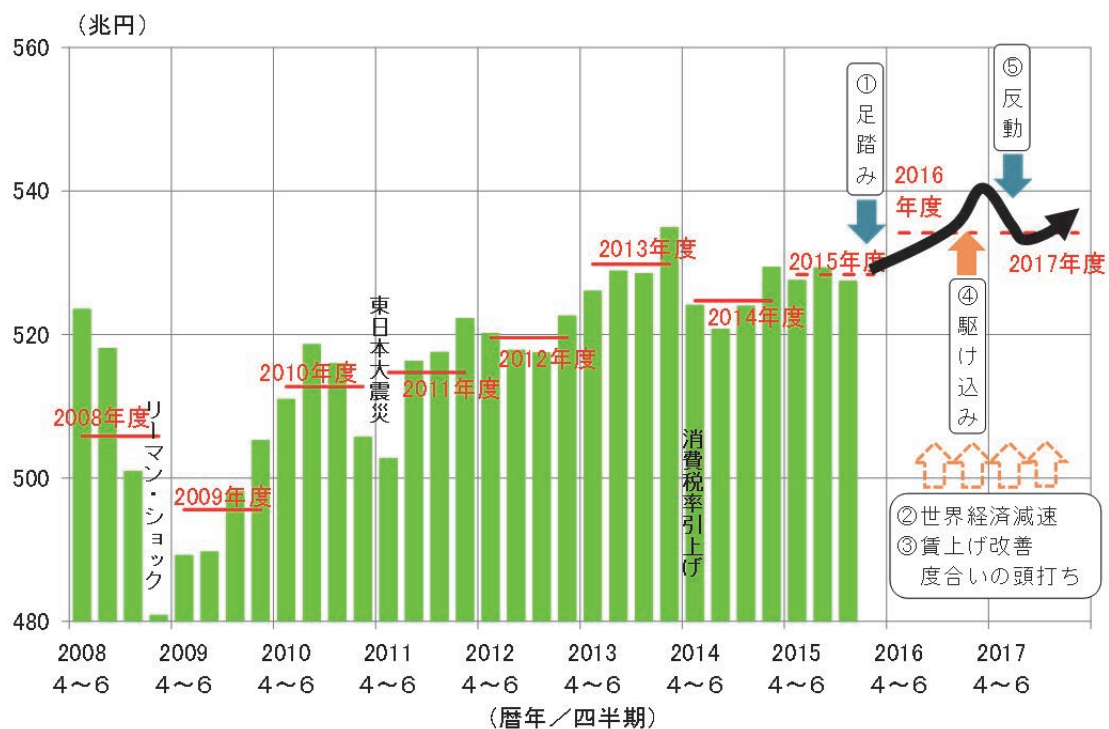
0.2%ポイント)は2四半期連続でプラスの伸びとはなったものの力強さに欠けており、輸出(前期比▲0.9%、寄与度▲0.2%ポイント)はマイナスの伸びに陥るなど景気のけん引役は見当たらない状況にある。今回のGDP速報の結果からは、我が国経済が2015年度入り後の足踏み状態から抜け出せてないことがうかがえる。

2. 先行き景気のシナリオ～回復力は低下が続き「停滞」へ近づく

今回のGDP速報を受けて民間シンクタンクが公表した短期経済見通しでは、①足踏みは、2015年度終了まで続く。その後、2016年度に入り、内需の持ち直しにより足踏みからは脱するものの、②世界経済の減速を背景に輸出の足取りは弱い中で、③勢いは弱まるものの企業収益が増勢は保つことや、労働市場のひっ迫が続くため雇用・所得環境は改善基調を維持するが、賃金の改善度合いがこれ以上加速化することは難しいことなどから、民間消費は回復すれども緩慢なペースにとどまる。この結果、景気は牽引役が不在のまま力強さを欠き、足取りは重い状況が続く。これに加えて、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し、⑤その後

はその反動が起きることで景気は一時的に落ち込む、というシナリオが描かれている（図表3）。なお、踊り場状態からの更なる景気悪化を見込む見通しは見られなかったが、踊り場脱出後のシナリオについては、方向性こそ維持されているものの、その勢いは「景気回復」というよりは「停滞」するという見方に重心が移りつつあると見られる。実際、短期経済見通しを集計すると⁴、実質GDP成長率は2016年度が1%台程度、2017年度が0%前後となっており、2016年度は前回の2015年11月時点の見通しと比べ⁵、民間消費の押下げを中心に、0.5%ポイント程度の方修正となっている。

図表3 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10～12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。

⁴ 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。

⁵ 11月時点の見通しの詳細については、拙稿「2015年7～9月期GDP速報と先行き経済への視点」『経済のプリズム』第145号、参議院事務局企画調整室（2015.12）を参照。

なお、民間消費に関しては、2014年度以降、①人手不足感を背景に失業率が3%台で推移するとともに、②それに伴い名目賃金の回復基調が定着し、③2015年度に入ってから物価上昇圧力の弱まりを受けて実質賃金も2015年後半に一時プラスの伸びとなるなど、雇用・所得環境の改善が進んできた。しかし、民間消費自体については、2014年1～3月期には消費税率引上げ前の駆け込み需要により成長率を押し上げたものの、それ以降については景気をけん引するような力強さを見せておらず（図表2、黄色部分）、今回のGDP速報でも大きなマイナスの伸びに陥るなど、基調的な回復力は弱いと見られている。

雇用・所得環境の改善が実際の民間消費の押し上げに直結していない理由としては、家計が購入頻度の高い食品・日用品などで判断したいわば「体感物価」はいまだ高い中で⁶、2014年4月の消費税率引上げにより家計の実質購買力が押し下げられた影響がいまだに残っていることなどが指摘されている。この点を踏まえると、今回の短期見通しにおいて、労働市場のひっ迫化や企業の収益増を理由に民間消費が緩慢なペースながら回復へ向かうという見方については、期待通りの回復力が表れるかどうかは不透明な部分も残ると言えよう。特に、企業収益については、これまでは円安・原油安という状況の下で高収益が続いており、今回のシナリオでも収益増は続くことが前提とされているが、米中を始めとした世界経済の減速を背景に2016年初以降株安・円高がみられる中で、今後円高傾向が定着あるいは加速化するならば、この前提が崩れることが懸念される。

なお、日銀は、1月29日の政策委員会・金融政策決定会合において、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入を決定したが、各機関の短期経済見通しでは、特段シナリオに大きな影響を及ぼすとは見られていない。

3. 景気シナリオのリスク要因～注視される国際金融市場の混乱の帰すう

2節で述べた民間シンクタンクのシナリオに対する下振れリスクとしては、2016年初以降、国際金融市場で見られている混乱が早期に収束しない場合、リスク回避的な投資行動が広がることで、世界経済へ悪影響を拡散することに加え、それに伴い国際金融市場の混乱に拍車がかかるという危険性が懸念されている（図表4）。

具体的に見ると、第一に、中国に対しては、資本流出やバランスシート調整

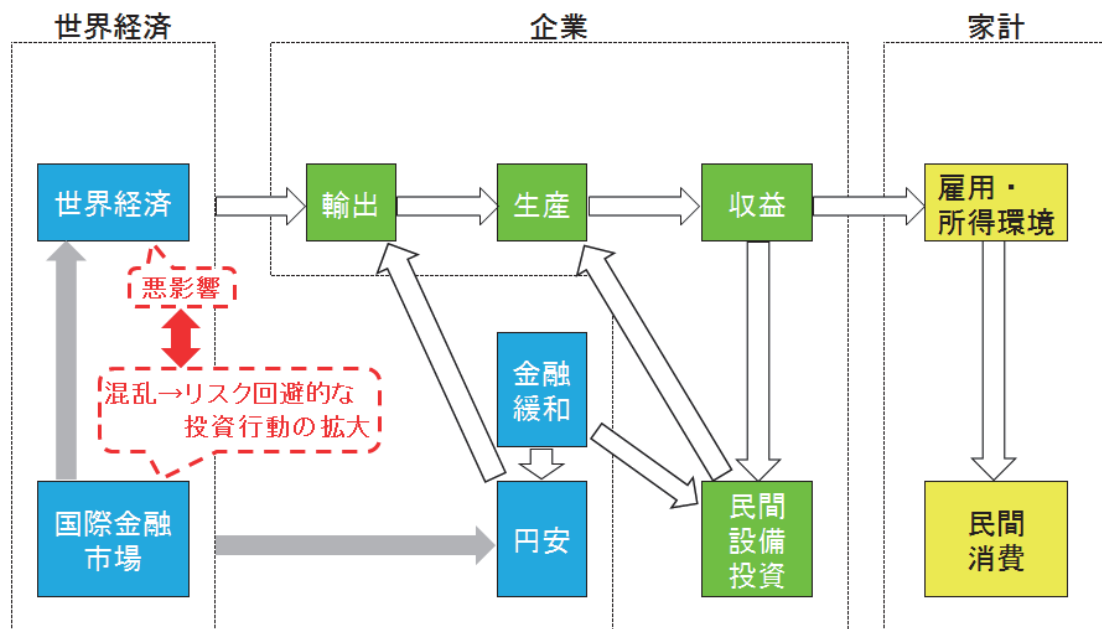
⁶ 日本銀行『生活意識に関するアンケート調査』によると、2013年以降、現在の物価を1年前と比べ「上がった」（＝「少し上がった」＋「かなり上がった」）と回答した人の割合は上昇傾向が続いている。

を引き起こすことにより中国経済を更に冷え込ませること、これらの点を通じて更なる国際金融市場の混乱へつながることが懸念される。また、中国経済の悪化は、中国を主な貿易相手国としている新興国経済にもマイナスの波及効果をもたらすことも想定される。

第二に、新興国に対しては、累積経常赤字を有しているなどファンダメンタルズの弱い新興国からの資金流出を促し、通貨危機などを引き起こすことが懸念され、ひいては国際金融市場が一段と不安定化する可能性が考えられる。また、当該国が通貨減価を防ぐために金融引締めを行うならば、当該国の景気悪化が引き起こされることとなるだろう。

第三に、米国に対しては、金融環境が引き締まることによる悪影響に加え、中国・新興国の景気冷え込みが輸出へ、株安が消費への下押し圧力となることが懸念されている。更に、FRBの利上げが間断のないペースで進んでいくなれば、新興国からの資金流出を促し、新興国におけるリスクを拡大することも考えられる。

図表4 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

4. まとめ

2015年10～12月期は2四半期振りのマイナス成長となった。その主な理由である民間消費については、基調的な回復力が弱いと見られており、景気は足踏み状態から抜け出せていない状況にある（1節）。

先行き見通しについては、2016年度には内需の持ち直しにより足踏みからは脱するものの、世界経済の減速や賃金の改善度合いが頭打ちとなることなどから、景気は牽引役が不在のまま足取りは重い状況が続く（2節）。加えて、2016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し、その後はその反動が起きると見られている。なお、近年の雇用・所得環境の改善が民間消費の押上げに直結しない一因として、家計の「体感物価」が高い中で、2014年の消費税率引上げの影響が残っていることなどが指摘されているが、この点を踏まえると、民間消費が期待される回復を遂げていけるかは不透明な部分も残ると言えよう。また、2016年初来の円高が定着していくならば、企業収益への悪影響が懸念される。

一方、先行き見通しのリスク要因については、2016年初以降、国際金融市場で見られている混乱が早期に収束しない場合、国際金融市場と世界経済（中国・新興国・米国）とが相互に悪影響を及ぼす危険性が指摘されている（3節）。いずれも、国際金融市場の混乱によりリスク回避的な投資行動が広がることによる悪影響と、それに伴う二次的な波及効果が懸念されている。

以上の点を踏まえると、我が国経済は、足踏みからの脱却が遅れる中で、先行きの景気回復にもそれ程力強さが期待できないと見られており、また国際金融市場の動向に左右されるリスク要因には不透明さが残る状況にあることから、先行きシナリオが見込む緩慢な景気回復の実現すら予断を許さない状況と言えよう。

【参考文献】

第一生命経済研究所『2015～2017年度日本経済見通し』、2016年2月
ニッセイ基礎研究所『2016・2017年度経済見通し（16年2月）』、2016年2月
日本経済研究センター『第165回四半期経済予測』、2016年2月
日本総合研究所『2015～2017年度改訂見通し』、2016年2月
みずほ総合研究所『2015・16・17年度 内外経済見通し』、2016年2月
三菱総合研究所『2015～2017年度の内外景気見通し』、2016年2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（16年2月）』、
2016年2月

補論 2016年初来の円高定着化による影響（モデル試算）

本論で見たように、景気回復はすれどもその力強さについてはあまり期待できないという先行きシナリオの中で、2016年初来の国際金融市場の混乱は大きなリスク要因となっており、経済・金融の様々なルートで我が国経済へ影響をもたらすことが想定される。特に円高に関しては、これまでの雇用・所得環境の改善の背景には円安・原油安の下での企業の高収益があったことを踏まえると、円高局面の定着・進行が進むことで、先行きシナリオにおける雇用・所得環境の緩やかな改善による消費の緩やかな回復という唯一のエンジンにも悪影響を及ぼすことが懸念される。

そこで、為替レートがおおむね足下の水準⁷で進む場合（標準シナリオ）と、2016年初より標準シナリオよりも円高が進む場合（リスクシナリオ）とを比べ、その影響をマクロモデルで試算した（補論図表）⁸。試算によると、為替レート（対ドル）が標準シナリオよりも10円程度円高が進む場合、両年度を通じて輸出の落ち込みを引き起こすとともに、企業収益の悪化と雇用者報酬の落ち込みへとつながり、民間企業設備投資と民間消費の減速につながることから、実質GDP成長率は、2015年度には0.1%ポイント程度、2016年度には0.6%ポイント程度低下するという結果となった。

⁷ 四半期での最新時点である2015年10～12月期の1ドル=121円前後。

⁸ 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。

補論図表 2016年初来の円高定着化による影響（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	0.8	0.9	▲ 0.1	0.8	1.4	▲ 0.6
名目雇用者報酬	1.3	1.3	▲ 0.0	0.7	0.9	▲ 0.3
実質民間最終消費	0.0	0.0	▲ 0.0	1.3	1.4	▲ 0.1
名目経常利益	10.2	11.0	▲ 0.9	5.0	8.1	▲ 3.1
実質民間企業設備投資	1.6	1.6	▲ 0.0	2.4	3.0	▲ 0.7
実質輸出	0.9	1.4	▲ 0.5	1.9	3.7	▲ 1.8

（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）