

Q E 予測

2016年12月1日

2016年7~9月期2次QE予測

実質年率+2.5%と予測。遡って上方修正の可能性も

経済調査部主任エコノミスト

徳田秀信

03-3591-1298

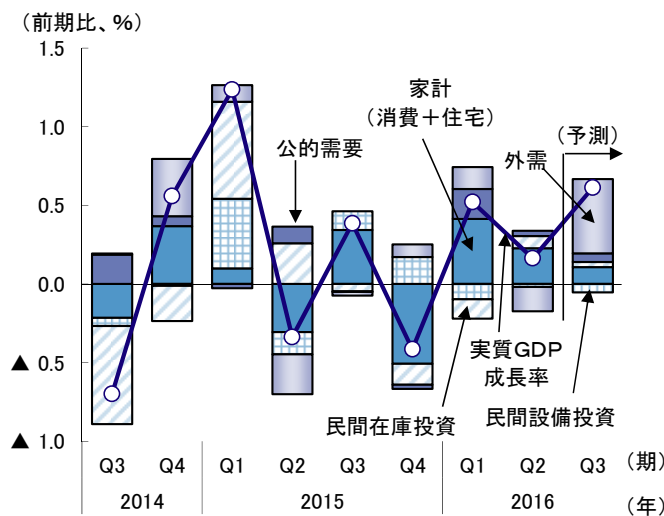
hidenobu.tokuda@mizuho-ri.co.jp

- 7~9月期の実質GDP成長率は前期比+0.6%（年率+2.5%）と、1次速報の前期比+0.5%（年率+2.2%）から小幅に上方修正されると予測。なお、統計の基準改定で数値が振れる可能性に注意
- 民間在庫投資が上方修正され、1次速報段階よりも在庫調整圧力が残存していたことを示す内容に。全体として、輸出の持ち直しが成長率を大きく押し上げたとの姿は、変わらない見込み
- 統計の基準改定はGDPの水準を約20兆円押し上げ。GDP成長率については、「研究・開発の資本化」の影響は軽微だが、「建設コモ法見直し」で近年の成長率が平均的に上方修正される可能性

2016年7~9月期の実質GDP成長率は1次速報から小幅に上方修正

12月8日（木）、内閣府より7~9月期の「四半期別GDP速報（2次速報値）」が公表される。本日発表された法人企業統計などを受けて推計したところ、同期の実質GDP成長率は前期比+0.6%（年率+2.5%）と、1次速報（前期比+0.5%、年率+2.2%）から小幅に上方修正されると見込まれる（図表1）。民間在庫投資が上方修正され、1次速報段階よりも在庫調整圧力が残存していたことが示される見込みだ。全体として、輸出の持ち直しが成長率を大きく押し上げたものの、内需の2本柱である個人消費と設備投資が低調だったとの姿は変わらないだろう。なお、統計の基準改定で過去に遡って成長率が変化するため、7~9月期の数値も振れる可能性があり、注意が必要だ。

図表1 2016年7~9月期GDP（2次速報）予測



	2015年		2016年			1次QE
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	7~9
国内総生産(GDP)	0.4	▲0.4	0.5	0.2	0.6	0.5
(前期比年率)	1.6	▲1.6	2.1	0.7	2.5	2.2
(前年比)	1.9	0.7	0.2	0.6	0.9	0.9
国内需要	0.4	▲0.5	0.4	0.3	0.1	0.1
(前年比)	(0.4)	(▲0.5)	(0.4)	(0.3)	(0.1)	(0.1)
国内民間需要	0.5	▲0.6	0.3	0.4	0.1	0.1
(前年比)	(0.4)	(▲0.5)	(0.2)	(0.3)	(0.1)	(0.0)
民間最終消費支出	0.5	▲0.8	0.7	0.1	0.1	0.1
民間住宅	1.2	▲0.4	▲0.3	5.0	2.3	2.3
民間企業設備	0.8	1.2	▲0.7	▲0.1	▲0.4	0.0
民間在庫変動	(▲0.0)	(▲0.1)	(▲0.1)	(0.1)	(0.0)	(▲0.1)
公的需要	▲0.0	▲0.1	0.8	0.1	0.2	0.2
(前年比)	(▲0.0)	(▲0.0)	(0.2)	(0.0)	(0.1)	(0.0)
政府最終消費支出	0.3	0.6	0.9	▲0.3	0.4	0.4
公的固定資本形成	▲1.2	▲3.4	0.0	2.3	▲0.6	▲0.7
財貨・サービスの純輸出	(▲0.0)	(0.1)	(0.1)	(▲0.2)	(0.5)	(0.5)
輸出	2.6	▲1.0	0.1	▲1.5	1.8	2.0
輸入	2.4	▲1.2	▲0.6	▲0.6	▲0.8	▲0.6
名目GDP	0.8	▲0.3	0.8	0.1	0.3	0.2
GDPデフレーター(前年比)	1.7	1.5	0.9	0.7	▲0.1	▲0.1

(資料)内閣府「四半期別GDP速報」により、みずほ総合研究所作成

(注)言及のない限り実質前期比。()内は国内総生産への寄与度。
(資料)内閣府「四半期別GDP速報」により、みずほ総合研究所作成

設備投資は小幅に下方修正

法人企業統計季報によると、2016年7～9月期の設備投資（ソフトウェアを除く、金融業・保険業を除く全産業ベース）は、前年比▲1.4%（4～6月期同+3.1%）とマイナスに転じた。季節調整済前期比は+0.4%（4～6月期同▲1.2%）とゼロ%近傍にとどまっており、設備投資は昨年後半からの足踏みが続いていると評価される。

GDPベースの設備投資は、この法人企業統計の結果などを受けて、小幅に下方修正されると予測している。法人企業統計の結果にサンプル調整などを加えた上で推計すると、GDPベース実質設備投資は前期比▲0.4%（1次速報同+0.0%）になると見込まれる¹。

民間在庫投資と公共投資は上方修正

民間在庫投資は、法人企業統計による原材料在庫や仕掛品在庫の推計値が加わることなどにより、上方修正されると予想している。実質GDP前期比に対する寄与度は、1次速報段階の▲0.1%Pt から+0.0%Pt になる見込みである。

その他の需要項目では、1次速報段階で明らかでなかった9月分の建設総合統計の発表を受けて、公共投資が前期比▲0.6%（1次速報同▲0.7%）と小幅に上方修正されると予測している²。

基準改定では、「建設コモ法の見直し」による成長率への影響に注意

今回の2次速報では、新たにGDP統計の平成23年基準改定が反映される。GDP統計の基準改定は5年に1度行われているが、今回の改定では、通常の改定作業（最新の「産業連関表」や「国勢調査」の反映など）に加えて、新たな国際基準である「2008SNA」への対応も行われる。現行の「93SNA」への対応が行われたのが2000年だったため、今回の基準改定は16年ぶりの大改定に当たる。

改定項目の中で最も注目されているのが、「研究・開発の資本化」である。研究・開発は、これまで大部分が企業の間接消費とされていたため、GDPに算入されなかったが、今後は設備投資や公共投資などとしてGDPに算入されることになる。この改定により、GDPの水準は年間で約15兆円（その他の改定項目も含めると約20兆円）押し上げられる見込みである。

他方、GDP成長率については、「研究・開発の資本化」の影響はそれほど大きくないとみられるが（年間で+0.1%Pt未済と試算）、「建設コモ法見直し」³の影響が大きく表れる可能性がある。実際、内閣府の公表資料では、2013年（暦年）について、建設部門の名目産出額が前年比+5.8%から同+11.3%に改定されるとされている⁴。これに一定の仮定を加えて試算すると、2013年の名目設備投資の前年比は約4%Pt押し上げられ（現行は前年比+0.3%）、名目GDP成長率は約0.5%Pt上方修正される（現行は同+0.8%）と計算される（他の改定要因によって相殺される可能性はある）。

「建設コモ法の見直し」が2013年の名目成長率の押し上げ要因になると

10～12月期以降については、公的需要の支えなどから、景気は緩やかながらも持ち直す見通し

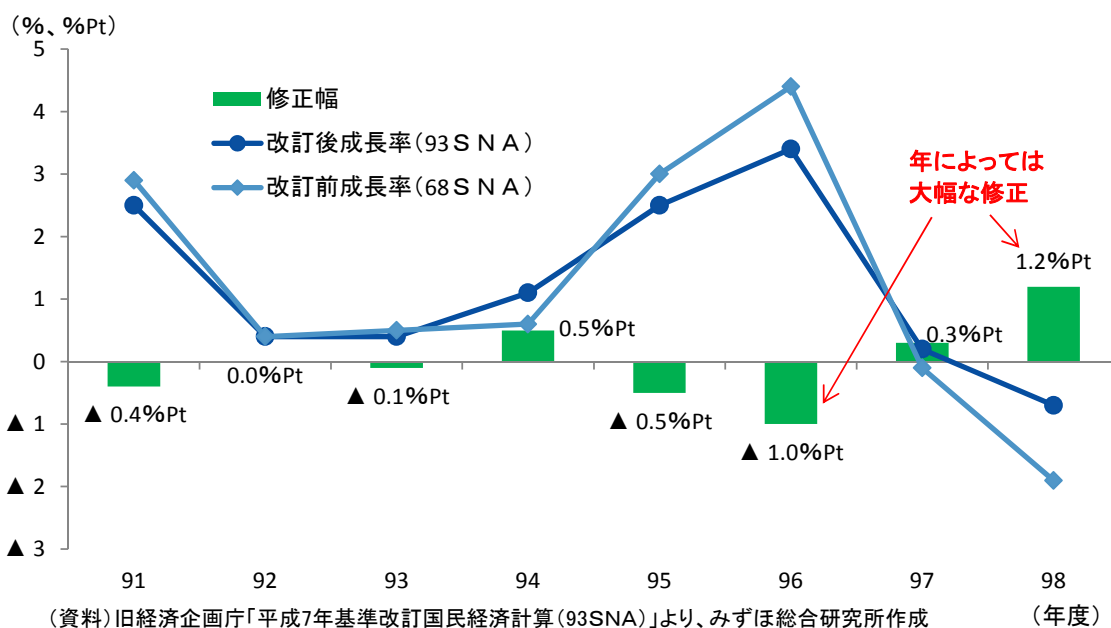
みられるのは、従来の計算方法では、アベノミクス開始後の建設投資の増加が過小評価されていたためと考えられる。2014年以降の成長率への影響は軽微とみられるが、それでも平均的にはアベノミクス後の成長率が上方修正される可能性がある。その場合には、潜在成長率に対する見方も、わずかながら引き上げられることになるだろう（参考のために、現行の「93SNA」への移行が行われた際の実質成長率の修正幅をみると、平均的にはほぼゼロ%Ptであるが、年によっては1%Ptを上回る大幅な修正が行われている⁵（図表2））。

2016年10～12月期以降を展望すると、7～9月期の押し上げに寄与した一時的要因（新型スマートフォン向けの部品出荷など）が徐々に剥落する一方、経済対策に伴う公共投資の執行などが下支えとなり、景気は緩やかに持ち直していくと予想される。今週発表された10月の鉱工業生産（前月比+0.1%、11/30）や小売業販売額（同+2.5%、11/29）が堅調な結果だったことは、10～12月期に景気が持ち直すとの見方を裏付ける材料といえる。

需要項目別にみると、輸出は、ITサイクルの改善が下支えとなるものの、世界的な設備投資の弱さなど従来からの減速要因が残存しているため、緩やかな回復ペースにとどまると見込まれる。

内需については、2016年度当初予算の早期執行に加えて、経済対策による積み増しもあるため、公的需要が堅調に推移するとみられる。設備投資も、設備の更新需要が根強いことや研究・開発などの無形資産投資への関心が高いこと、2017年にかけて首都圏再開発案件の進捗が見込まれることなどから、振れを伴いつつも緩やかに持ち直していくとみている。

図表2 「93SNA」への移行時（2000年に実施）の実質成長率の修正幅



また、個人消費については、7～9月期QEでは低迷が続いたものの、家計調査の下振れという特殊要因を除くと、堅調に推移したと判断している。今後の個人消費も、雇用情勢の改善に伴い、緩やかな回復基調で推移するだろう。ただし、夏場の天候不順の影響で、生活必需品である生鮮食品の価格が大幅に上昇（10月の前年比は+11.4%）していることから、家計の節約志向が再び高まるリスクには注意が必要だ。

※ みずほ総合研究所では、2016年7～9月期の2次QEの発表等を受けて、2016・17年度内外経済見通しを改訂する予定（12月8日公表予定）です。

- ¹ 後述のように、今回の2次速報では、GDP統計の基準改定も行われる。基準改定による7～9月期設備投資の前期比への影響についてみると、改定の目玉である「研究・開発の資本化」については、それほど大きな影響はないと考えられる（一定の仮定を置いて試算すると、+0.1%Pt程度）。一方、後述する「建設コモ法の見直し」によって、7～9月期の設備投資の伸びも修正される可能性があるが、現段階で公表されている情報だけでは、7～9月期の予測値への織り込みが困難である。
- ² その他には、基準改定（「特許等サービスの算入」や「新たな国際収支マニュアルへの準拠」等）などによって、輸出が前期比+1.8%（1次速報同+2.0%）、輸入が同▲0.8%（1次速報同▲0.6%）と、それぞれ小幅に下方修正されると見込んでいるが、GDP成長率に対する外需の寄与度は1次速報の+0.5%Ptから変わらないとみている。個人消費や住宅投資、政府消費も、基準改定によって変化する可能性があるが、現時点で7～9月期予測値への織り込みは困難である。
- ³ 建設部門の産出額は、従来は中間消費や雇用者報酬などを用いる「インプット方式（＝建設コモ法）」により計算されていた。しかし、これでは生産性の変化を十分に捉えられず、実態との乖離が生じていたことから、今回の基準改定において工事出来高を用いる方式に見直された。なお、この見直しは、「2008SNA」への対応とは関係なく行われるものである。詳細は、葛城（2013）「建設コモディティ・フロー法」の見直しについて」を参照。
- ⁴ 内閣府（2016）「国民経済計算の平成23年基準改定に向けて」などを参照。
- ⁵ グラフには示していないが、四半期ベースでは、1%Ptを上回る大幅な修正が行われた時点が多くみられる。