

2016年5月18日 全5頁

## Indicators Update

# 2016年1-3月期 GDP 一次速報

2四半期ぶりのプラス成長。基調は「踊り場」局面が継続

エコノミック・インテリジェンス・チーム

エコノミスト 長内 智

エコノミスト 小林 俊介

### [要約]

- 2016年1-3月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+1.7%（前期比+0.4%）と、市場コンセンサス（前期比年率+0.3%、前期比+0.1%）を上回った。実質 GDP のプラス成長は2四半期ぶりであるが、今回の結果には「うるう年」による営業日数の増加分が含まれていることを勘案すると、実態として、実質 GDP は微増もしくは横ばい圏との評価になろう。総じて見ると、これまでの当社の見方通り、日本経済は「踊り場」局面が続いていると判断できる。
- 2016年1-3月期の結果を需要項目別に見ると、個人消費は前期比+0.5%と2四半期ぶりに増加した。ただし、当社では「うるう年」による押し上げ効果を除くと、ほぼ横ばいであり、個人消費は停滞が続いていると評価する。住宅投資は同▲0.8%と2四半期連続の減少となった。設備投資は同▲1.4%と3四半期ぶりの減少となり、これまでの増加傾向に一服感が見られる。民間在庫品増加は前期比寄与度▲0.0%pt と僅かながらも3四半期連続のマイナス寄与となった。輸出は前期比+0.6%と2四半期ぶりの増加となった。財輸出に関しては、EU向けと米国向けが増加に寄与したとみている。
- 当社のメインシナリオとして、先行きの日本経済は、良好な雇用・所得環境を背景とする個人消費の底堅さがプラスに作用すると想定しているものの、明確なけん引役が不在で下振れリスクを抱えた状況が続く公算が大きい。特に、中国経済の下振れ、米国の「出口戦略」などを背景とするグローバル金融市場の動揺、「リスクオフ」の進行に伴う円高・株安など、我が国の景気下押しリスクが残存している点には注意が必要である。加えて、熊本地震の影響による景気の変動にも留意が必要だ。

※当社は、5月24日（火）に「第189回 日本経済予測」の発表を予定している。

## 2 四半期ぶりのプラス成長、市場コンセンサスを上回る

2016年1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.7%（前期比+0.4%）と、市場コンセンサス（前期比年率+0.3%、前期比+0.1%）を上回った。実質GDPのプラス成長は2四半期ぶりであるが、今回の結果には「うるう年」による営業日数の増加分が含まれていることを勘案すると、実態として、実質GDPは微増もしくは横ばい圏との評価になろう。需要項目別には、個人消費、公共投資、輸出が増加に転じた一方、住宅投資、設備投資、輸入が減少した。総じて見ると、これまでの当社の見方通り、日本経済は「踊り場」局面が続いていると判断できる。

### 2016年1-3月期 GDP（一次速報）

		2015				2016
		1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期
実質国内総生産(GDP)	前期比%	1.3	▲ 0.4	0.4	▲ 0.4	0.4
	前期比年率%	5.4	▲ 1.7	1.6	▲ 1.7	1.7
民間最終消費支出	前期比%	0.2	▲ 0.8	0.5	▲ 0.8	0.5
民間住宅	前期比%	2.1	2.2	1.7	▲ 1.0	▲ 0.8
民間企業設備	前期比%	3.8	▲ 1.6	0.7	1.2	▲ 1.4
民間在庫品増加	前期比寄与度%pt	0.6	0.3	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0
政府最終消費支出	前期比%	0.3	0.5	0.2	0.7	0.7
公的固定資本形成	前期比%	▲ 2.8	3.0	▲ 2.2	▲ 3.5	0.3
財貨・サービスの輸出	前期比%	2.2	▲ 4.8	2.6	▲ 0.8	0.6
財貨・サービスの輸入	前期比%	1.5	▲ 2.6	1.7	▲ 1.1	▲ 0.5
内需寄与度	前期比寄与度%pt	1.2	▲ 0.1	0.3	▲ 0.5	0.2
外需寄与度	前期比寄与度%pt	0.1	▲ 0.3	0.1	0.1	0.2
名目GDP	前期比%	2.0	▲ 0.1	0.7	▲ 0.2	0.5
	前期比年率%	8.2	▲ 0.6	2.9	▲ 0.7	2.0
GDPデフレーター	前年比%	3.2	1.4	1.8	1.5	0.9

（注）寄与度は四捨五入の関係上、実質GDP成長率と必ずしも一致しない。

（出所）内閣府統計より大和総研作成

### 需要項目別動向：「うるう年」効果を除くと個人消費は横ばい

2016年1-3月期の結果を需要項目別に見ると、個人消費は前期比+0.5%と2四半期ぶりに増加した。ただし、当社では「うるう年」による押し上げ効果を除くと、ほぼ横ばいであり、個人消費は停滞が続いていると評価する。この背景としては、実質雇用者報酬が底堅く推移するなど雇用・所得環境の改善がプラスに作用した一方、平均消費性向の低迷から窺えるように家計の節約志向が続いており、1月は暖冬に伴う冬物衣料、暖房器具、エネルギー、3月は気温低下による春物衣料といった季節関連商品の不振が全体を押し下げたことが指摘できる。個人消費の内訳を見ると、「うるう年」による押し上げ効果を主因に、財・サービスの「耐久財（前期比+5.0%）」「半耐久財（同+0.7%）」「サービス（同+0.2%）」がプラスとなり、特に、耐久財のプラス幅が大きい。ただし、「耐久財」は前期の落ち込み（同▲5.9%）からの反動増という面が強く、現段階で明確に反転したとは言い難い。「非耐久財」は、同▲0.0%と僅かながら4四半期連続で減少した。

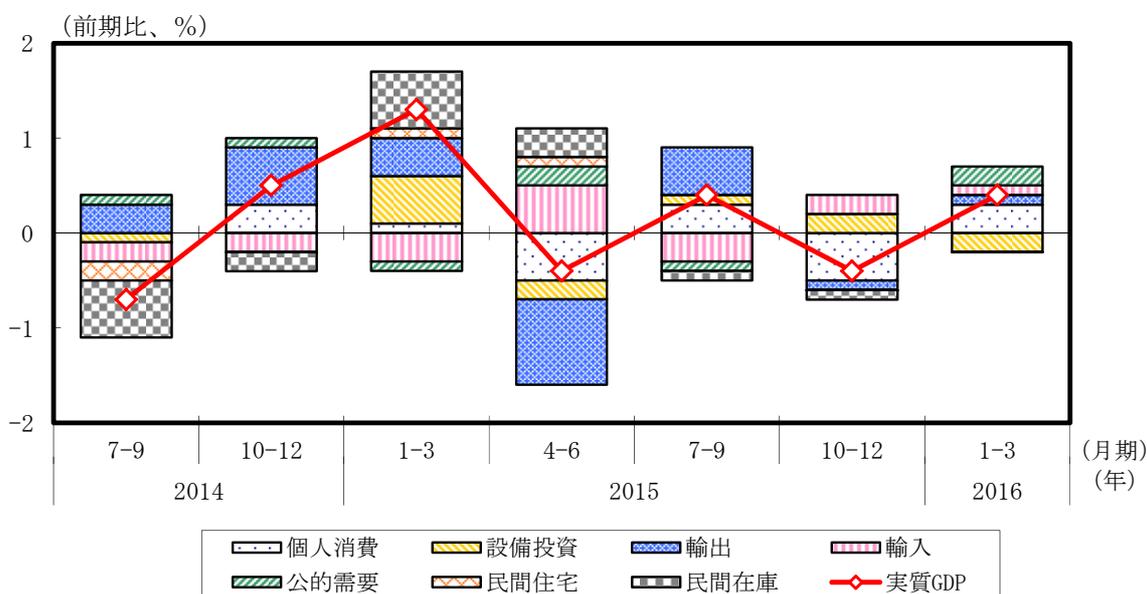
住宅投資は前期比▲0.8%と2四半期連続の減少となった。GDPベースの住宅投資に先行する新設住宅着工戸数が、2015年年央から弱い動きとなっており、進捗ベースで計上される住宅投資も住宅着工の動向に沿って減少傾向が続いた。ただし、マイナス幅が前期から小幅に縮小し、先行指標である新設住宅着工戸数が足下で増加に転じていることを踏まえると、住宅投資は底入れが近いとみている。

設備投資は前期比▲1.4%と3四半期ぶりの減少となり、これまでの増加傾向に一服感が見られる。高水準の企業収益を背景とする更新・改修投資の動きが下支え役になる一方、円高や国内景気の停滞に伴う企業収益の先行き不透明感が強まる中で、製造業を中心に設備投資を先送りする動きが出ている可能性が指摘できる。加えて、輸出数量や国内需要の停滞を背景に設備稼働率が冴えない推移となっており、マクロ全体で見て、企業の能力増強投資が出にくい構造になっている点もマイナスに作用したとみている。実際、生産能力指数を見ると、製造業（全体）で生産能力を増強する動きは見られず、「化学工業」、「情報通信機械工業」では、「エネルギー供給構造高度化法」への対応や国際競争力の低下などを背景に生産能力の削減傾向が続いている。

民間在庫品増加は前期比寄与度▲0.0%ptと僅かながらも3四半期連続のマイナス寄与となった。これは、一次速報時点で仮置き値となっている仕掛品在庫や原材料在庫に加え、製品在庫がマイナスに寄与したことによる。他方、流通在庫は、在庫積み上がりの動きからプラス寄与（同+0.2%pt）となった。

公共投資は前期比+0.3%と予想外に3四半期ぶりの増加となった。過去の経済対策に伴う押し上げ効果はく落する中で、公共投資の先行指標は総じて弱い動きが続いていたことから、しばらく減少傾向が続くとみていたものの、公共事業の進捗が予想以上に高まったことなどがプラスに働いた可能性がある。いずれにせよ、足下の先行指標に持ち直しの動きが出ていることを勘案すると、公共投資は下げ止まりつつあるとみてよいだろう。

### 実質 GDP と需要項目別寄与度の推移



輸出は前期比+0.6%と2四半期ぶりの増加となった。財輸出に関しては、EU向けと米国向けが増加に寄与したとみている。輸入は、国内需要の停滞を反映して、同▲0.5%と2四半期連続で減少した。この結果、外需（純輸出）寄与は同+0.2%ptのプラスとなった。

GDPデフレーターは前期比+0.1%と小幅ながら6四半期連続で上昇した。国内需要デフレーターが同▲0.5%と低下した一方で、輸入デフレーターがマイナス幅を拡大して（輸入デフレーターの低下は、GDPデフレーターに対して押し上げに寄与する）、全体としてはプラスを維持した。なお、GDPデフレーターの前年比は+0.9%と、9四半期連続の上昇となったものの、上昇幅は前期（同+1.5%）から縮小した。名目GDPは前期比年率+2.0%（前期比+0.5%）と2四半期ぶりの増加となった。

### 先行きの日本経済は、下振れリスクを抱えた状況が続く公算

当社のメインシナリオとして、先行きの日本経済は、良好な雇用・所得環境を背景とする個人消費の底堅さがプラスに作用すると想定しているものの、明確なけん引役が不在で下振れリスクを抱えた状況が続く公算が大きい。特に、中国経済の下振れ、米国の「出口戦略」などを背景とするグローバル金融市場の動揺、「リスクオフ」の進行に伴う円高・株安など、我が国の景気下押しリスクが残存している点には注意が必要である。加えて、熊本地震の影響による景気の変動にも留意が必要だ。

個人消費は、「うるう年」効果の反動減や熊本地震の影響を受けて短期的に下振れする公算が大きいものの、こうした特殊要因を除いて見ると、良好な雇用・所得環境を背景に横ばい圏で推移すると見込む。所得面について確認すると、毎月勤労統計で見える一人当たりの実質賃金は、足下で持ち直しの動きが出ており、雇用者数の増加を考慮したマクロの実質雇用者所得（＝実質賃金×雇用者数）は大幅に増加している。また、良好な雇用環境や一部非製造業での人手不足感の高まりを受けて、パート・アルバイトの賃金が緩やかな上昇傾向を続けていることに加え、消費者物価上昇率の低下を通じた実質賃金の押し上げ効果が当面継続する見込みであることも、個人消費を下支えする要因になるとみている。他方、株安による消費者マインドの悪化や、円高に伴う製造業の収益悪化懸念を受けて個人所得の先行き不透明感が高まっていることが、個人消費の重石となろう。また、2015年度に16年ぶりのプラスとなった年金改定率が2016年度は据え置きと決定されたことや、2016年春闘における賃金改定率が2015年（最終集計結果、前年比+2.20%）より小幅に縮小する公算が大きくなっている点に注意が必要だ。加えて、耐久財に関しては、携帯通信会社の料金プランおよびスマートフォンの販売価格の変更に伴い、スマートフォンの販売数量が大きく減少している影響にも留意したい。

住宅投資は、先行指標である住宅着工戸数に増加の動きが見られることから、緩やかに持ち直す見込み。最近の住宅着工戸数については、建設コストの高まりに伴う販売価格の上昇が抑制要因となっている。しかし、雇用・所得環境の改善や歴史的な低水準の住宅ローン金利などを背景に、家計の住宅取得意欲が旺盛であることから、住宅着工戸数は緩やかな増加が続くと考えている。住宅着工から時間的なラグを伴って住宅投資も増加傾向となる見込みである。

設備投資は、高水準の企業収益などを背景とする更新・改修投資が下支え役となり、強弱入り混じりながらも緩やかな持ち直しの動きが継続すると見込む。堅調な企業収益や人手不足を受けて、非製造業を中心に更新投資や省人化・省エネ化投資などが期待される。また、震災により毀損した生産設備の復旧・復興が設備投資の増加に寄与する見込みである。ただし、製造業に関しては、これまでの当社の見方通り、今後の下振れリスクに注意する必要があると考えている。これは、世界経済の減速や海外の企業部門の弱さなどを受けて財の輸出が停滞し、個人消費の回復ペースも冴えない中で、円高による収益下押し圧力が加わり、製造業を中心に設備投資を先送りする企業が増える可能性が高まっているためである。

公共投資は、過去の経済対策効果のはく落が引き続き重石となる一方で、2015年度補正予算と2016年度予算の進捗を受けて、徐々に底入れし、その後は、復興事業の顕在化に伴い緩やかな増加傾向に転じるとみている。すでに、先行指標である請負金額および受注金額に持ち直しの動きが見られている点に注目したい。

輸出は、しばらく横ばい圏で推移した後、海外経済の改善を受けて徐々に持ち直すと考えている。欧米経済の底堅さが輸出の下支え役になる一方、資源価格の停滞や過剰生産能力に起因する世界的な工業部門の不振、さらにはスマートフォン向け電子部品・デバイスの海外出荷の伸び悩みが継続する見込みであることを勘案すると、財の輸出が明確な増加基調に転じるのは今夏以降にずれ込む公算が大きい。加えて、これまで堅調だったサービス輸出についても、①中国政府が海外での購入品に対する関税を引き上げたことにより、中国人の「爆買い」が一服する懸念が生じていること、②熊本地震に起因する訪日観光客の減少、に留意が必要だ。地域別に見ると、米国では家計部門を中心に底堅い景気拡大が続いているため、耐久消費財を中心に米国向け輸出の反転が見込まれる。欧州経済については、原油価格の停滞やECB（欧州中央銀行）による金融緩和政策の効果を受けて、個人消費を中心に持ち直しの動きが見られることから、欧州向け輸出も振れを伴いつつ総じて堅調に推移すると考えている。アジア向け輸出は、スマートフォン向け電子部品・デバイス関連や、中国の過剰生産能力に起因する鉄鋼等の素材関連が引き続き重石となり、力強さに欠ける推移が続くだろう。景気の減速が続く中国に関しては、金融緩和政策や自動車販売促進策に伴う実体経済の底上げ効果が個人消費やサービス部門などで確認され始めており、消費財を中心として一段の需要減少は回避されるとみている。