

2016年6月8日 全5頁

## Indicators Update

# 2016年1-3月期 GDP 二次速報

一次速報から小幅上方修正だが、市場コンセンサス通りの着地

エコノミック・インテリジェンス・チーム  
シニアエコノミスト 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(二次速報)は前期比年率+1.9%(前期比+0.5%)と、一次速報(前期比年率+1.7%、前期比+0.4%)から小幅に上方修正され、市場コンセンサス(前期比年率+1.9%、前期比+0.5%)通りの結果となった。今回の結果は、一次速報から小幅な修正に留まったことや、市場コンセンサス通りであったことから段階のサプライズはない。
- 一次速報からの主な改訂内容を需要項目別に見ると、在庫投資と公共投資が下方修正される一方で、個人消費と設備投資が上方修正され、全体を押し上げた。法人企業統計の結果などを受けて、設備投資が前期比▲0.7%(一次速報:同▲1.4%)と上方修正された。在庫投資は前期比寄与度▲0.1%ptと一次速報(同▲0.0%pt)から小幅に下方修正され、市場コンセンサス(同▲0.1%pt)通りの結果となった。

※当社は、本日中に「第189回 日本経済予測(改訂版)」の発表を予定している。

2016年1-3月期GDP(二次速報)

		2015				2016	
		1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	
						一次速報	二次速報
実質国内総生産(GDP)	前期比%	1.3	▲0.4	0.4	▲0.4	0.4	0.5
	前期比年率%	5.2	▲1.7	1.7	▲1.8	1.7	1.9
民間最終消費支出	前期比%	0.2	▲0.8	0.5	▲0.8	0.5	0.6
	前期比%	2.1	2.2	1.7	▲1.0	▲0.8	▲0.7
	前期比%	3.2	▲1.2	0.8	1.3	▲1.4	▲0.7
	前期比寄与度%pt	0.6	0.3	▲0.1	▲0.2	▲0.0	▲0.1
政府最終消費支出	前期比%	0.3	0.4	0.2	0.7	0.7	0.7
	前期比%	▲2.3	2.8	▲2.4	▲3.6	0.3	▲0.7
財貨・サービスの輸出	前期比%	2.2	▲4.8	2.6	▲0.8	0.6	0.6
財貨・サービスの輸入	前期比%	1.5	▲2.5	1.7	▲1.1	▲0.5	▲0.4
内需寄与度	前期比寄与度%pt	1.2	▲0.1	0.3	▲0.5	0.2	0.3
外需寄与度	前期比寄与度%pt	0.1	▲0.4	0.1	0.1	0.2	0.2
名目GDP	前期比%	2.0	▲0.2	0.8	▲0.2	0.5	0.6
	前期比年率%	8.1	▲0.7	3.0	▲0.7	2.0	2.4
GDPデフレーター	前年比%	3.2	1.4	1.8	1.5	0.9	0.9

(注1) 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。

(注2) 前期比、前期比年率は季節調整値、前年比は原系列。

(出所) 内閣府統計より大和総研作成

## 実質 GDP 成長率は一次速報から小幅上方修正

2016年1-3月期の実質GDP成長率（二次速報）は前期比年率+1.9%（前期比+0.5%）と、一次速報（前期比年率+1.7%、前期比+0.4%）から小幅に上方修正され、市場コンセンサス（前期比年率+1.9%、前期比+0.5%）通りの結果となった。今回の結果は、一次速報から小幅な修正に留まったことや、市場コンセンサス通りであったことから特段のサプライズはない。総じて見ると、日本経済は「踊り場」局面が続いているという当社のこれまでの見方を再確認させる内容だと言える。

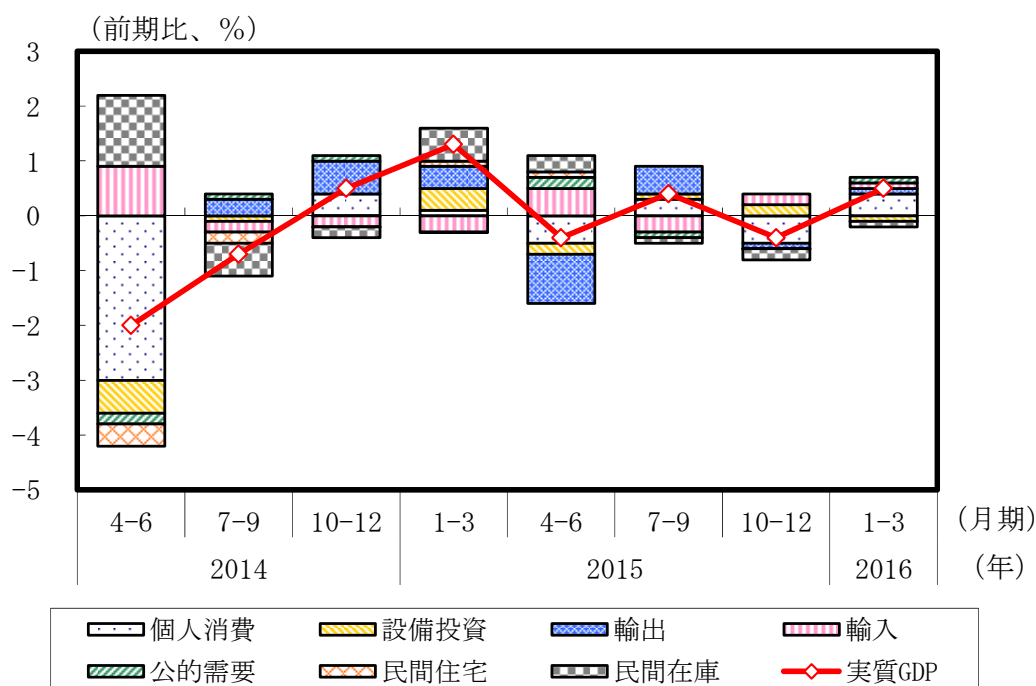
## 個人消費と設備投資の上方修正が全体を押し上げ

一次速報からの主な改訂内容を需要項目別に見ると、在庫投資と公共投資が下方修正される一方で、個人消費と設備投資が上方修正され、全体を押し上げた。

法人企業統計の結果などを受けて、設備投資が前期比▲0.7%（一次速報：同▲1.4%）と上方修正された。個人消費は、主に3月分の基礎統計を反映して上方修正された。ただし、「うるう年」効果を除くと依然として力強さに欠ける内容だと言える。在庫投資は前期比寄与度▲0.1%ptと一次速報（同▲0.0%pt）から小幅に下方修正され、市場コンセンサス（同▲0.1%pt）通りの結果となった。形態別の寄与度を見ると、在庫投資の4形態のうち「仕掛品在庫」が下方修正され、「原材料在庫」、「製品在庫」、「流通在庫」は横ばいとなった。公共投資は下方修正幅こそ大きかったものの、これは主に3月分の基礎統計を反映したものにすぎず、概ね想定内の結果だと評価している。

他の項目については、政府消費と輸出が一次速報から横ばい、住宅投資と輸入が一次速報から上方修正されたものの、GDPへの影響はほとんど見られない。

## 実質 GDP の推移



## 需要項目別動向：基調として見ると個人消費と輸出の停滞が続く

2016年1-3月期（二次速報）の結果に基づいて需要項目別の動向を改めて確認すると、個人消費は前期比+0.6%（一次速報：同+0.5%）と2四半期ぶりの増加となった。ただし、当社では「うるう年」による押し上げ効果を除くと横ばい圏であり、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、家計の節約志向が続いている中で、暖冬に伴う衣料、暖房器具、エネルギーなどの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。

住宅投資は前期比▲0.7%（一次速報：同▲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、進捗ペ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▲0.7%（一次速報：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。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。

民間在庫品増加は前期比寄与度▲0.1%pt（一次速報：同▲0.0%pt）と3四半期連続のマイナス寄与となった。これまでの在庫の増加ペースが鈍化していることや、在庫調整の動きが一部に出始めていることなどを反映したものだと考えている。

公共投資は前期比▲0.7%（一次速報：同+0.3%）と3四半期連続の減少となった。一次速報の段階では、公共事業の請負契約や受注が前倒しで進んでいたことなどがGDP統計の仮置き値を押し上げ、公共投資は予想外の増加となっていた。しかし、3月分の基礎統計で見る実際の工事の進捗ペースが請負契約や受注ほどには速くなく、このことが今回の下方修正につながった。

輸出は前期比+0.6%（一次速報：同+0.6%）と2四半期ぶりで増加した。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、前期比▲0.4%（一次速報：同▲0.5%）と2四半期連続で減少した。この結果、外需（純輸出）の寄与は同+0.2%pt（一次速報：同+0.2%pt）のプラスとなった。

## 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

当社のこれまでのメインシナリオに特段の修正はない。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だ。加えて、熊本

地震の影響による景気変動にも留意したい。なお、安倍首相が6月1日の記者会見で2017年4月に予定していた消費税率引き上げを延期すると表明したことにより、事実上、消費税増税の延期が決定した。今回の増税延期が実質GDP成長率見通し(年度)へ与える主な影響としては、①増税前の駆け込み需要がなくなる2016年度が下方修正、②増税後の反動減と増税による実質所得低下の影響が回避される2017年度が上方修正、③2016年度～2017年度全体で見て上方修正、などが指摘できる。

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・所得環境を背景に当面は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、緩やかに持ち直すと見込む。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依然旺盛であるとみられることから、住宅着工戸数は緩やかに増加すると考えている。住宅着工から時間的なラグを伴って住宅投資も増加する見込みである。

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、熊本地震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。実際、足下で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。

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。