

2017年3月8日 全4頁

Indicators Update

2016年10-12月期 GDP 二次速報

設備投資を中心に上方修正、前期比年率+1.2%（前期比+0.3%）

エコノミック・インテリジェンス・チーム
エコノミスト 小林 俊介

[要約]

- 2016年10-12月期の実質GDP成長率(二次速報)は前期比年率+1.2%(前期比+0.3%)と、一次速報(前期比年率+1.0%、前期比+0.2%)から上方修正されたものの、市場コンセンサス(前期比年率+1.6%、前期比+0.4%)を下回った。一次速報からの主な改定内容を需要項目別に見ると、民間在庫変動、公的資本形成、民間住宅が下方修正される一方で、民間企業設備、民間消費が上方修正され、全体を押し上げた。
- 今回の改定は、市場コンセンサスには届かなかったものの、その主因は在庫調整の一段の進展にあるとみられることから、過度に悲観する必要はないだろう。むしろ設備投資の上方修正を中心に、外需主導から内外需のバランスの取れた成長へと日本経済がシフトしつつあることが注目に値する。日本経済は「踊り場」局面から持ち直しの動きが出ているという当社のメインシナリオを再確認させる内容であった。

※当社は、3/8(水)に「第192回 日本経済予測(改訂版)」の発表を予定している。

2016年10-12月期GDP(二次速報)		2015		2016			
		10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	
						一次速報	二次速報
実質国内総生産(GDP)	前期比%	▲ 0.2	0.5	0.5	0.3	0.2	0.3
	前期比年率%	▲ 1.0	1.9	2.2	1.2	1.0	1.2
民間最終消費支出	前期比%	▲ 0.6	0.4	0.2	0.3	▲ 0.0	0.0
民間住宅	前期比%	▲ 1.0	1.5	3.3	2.4	0.2	0.1
民間企業設備	前期比%	0.1	▲ 0.2	1.4	▲ 0.1	0.9	2.0
民間在庫変動	前期比寄与度%pt	0.0	▲ 0.3	0.3	▲ 0.3	▲ 0.1	▲ 0.2
政府最終消費支出	前期比%	0.7	1.3	▲ 1.1	0.2	0.4	0.3
公的固定資本形成	前期比%	▲ 1.3	▲ 1.2	1.0	▲ 0.9	▲ 1.8	▲ 2.5
財貨・サービスの輸出	前期比%	▲ 0.8	0.9	▲ 1.2	2.1	2.6	2.6
財貨・サービスの輸入	前期比%	▲ 0.8	▲ 1.1	▲ 1.0	▲ 0.3	1.3	1.3
内需寄与度	前期比寄与度%pt	▲ 0.3	0.1	0.6	▲ 0.1	▲ 0.0	0.1
外需寄与度	前期比寄与度%pt	0.0	0.3	▲ 0.0	0.4	0.2	0.2
名目GDP	前期比%	▲ 0.2	0.7	0.4	0.1	0.3	0.4
	前期比年率%	▲ 0.8	2.7	1.4	0.5	1.2	1.6
GDPデフレーター	前年比%	1.5	0.9	0.4	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1

(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上方修正だが、市場コンセンサスを下回る

2016 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率（二次速報）は前期比年率+1.2%（前期比+0.3%）と、一次速報（前期比年率+1.0%、前期比+0.2%）から上方修正されたものの、市場コンセンサス（前期比年率+1.6%、前期比+0.4%）を下回った。

今回の改定は、市場コンセンサスには届かなかったものの、その主因は在庫調整の一段の進展にあるとみられることから、過度に悲観する必要はないだろう。むしろ設備投資の上方修正を中心に、外需主導から内外需のバランスの取れた成長へと日本経済がシフトしつつあることが注目に値する。日本経済は「踊り場」局面から持ち直しの動きが出ているという当社のメインシナリオを再確認させる内容であった。

民間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定内容を需要項目別に見ると、民間在庫変動、公的資本形成、民間住宅が下方修正される一方で、民間企業設備、民間消費が上方修正され、全体を押し上げた。

民間最終消費支出は、主に 12 月分の基礎統計を反映して前期比+0.0%（一次速報：同▲0.0%）と、わずかながら増加となった。中身を見ると、引き続き「耐久財」が強かったほか、半耐久財の減少幅が縮小、サービスの増加幅がわずかながら拡大した一方で、非耐久財の減少幅は拡大した。民間設備投資は法人企業統計の結果などを受けて、前期比+2.0%（一次速報：同+0.9%）と上方修正された。形態別総固定資本形成を確認すると、輸送用機械の伸びがとりわけ大きい。その増勢は一服しつつある。その他の機械設備等や知的財産生産物は一進一退ながら 10-12 月期は増加を記録した。他方、2016 年中頃まで増勢を続けてきた住宅、その他の建物・構築物はわずかながら減少した。

在庫投資は前期比寄与度▲0.2%pt と一次速報（同▲0.1%pt）から下方修正されている。形態別の寄与度を見ると、「原材料在庫」「製品在庫」が上方修正されたものの、「仕掛品在庫」の下方修正が大きく、全体を押し下げた。公的資本形成は基礎統計の直近値の反映により下方修正され、前期比▲2.5%（一次速報：同▲1.8%）となった。輸出・輸入に修正はない。他の項目については、若干ながら住宅投資と政府消費が下方修正となったものの、GDP 全体への影響はほとんど見られない。

需要項目別動向：外需主導だが、内需寄与も徐々に拡大

2016 年 10-12 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、民間最終消費支出は前期比+0.0%（一次速報：同▲0.0%）と、わずかながら 4 四半期連続の増加となった。エネルギー支出と生鮮食品の値上がり等を背景に非耐久財・半耐久財の消費は下押しされたが、16 年度に入ってから続いてきた耐久財の買い替えサイクルが追い風となった。

住宅投資は前期比+0.1%（一次速報：同+0.2%）と小幅ながら4四半期連続の増加となった。住宅投資は住宅ローン金利の低下、相続税対策のための貸家建設の増加、2017年4月に予定されていた消費税増税前の駆け込み需要などの要因を背景として増加基調で推移してきたが、足下では駆け込み需要の剥落等の要因から頭打ち感が強まっている。

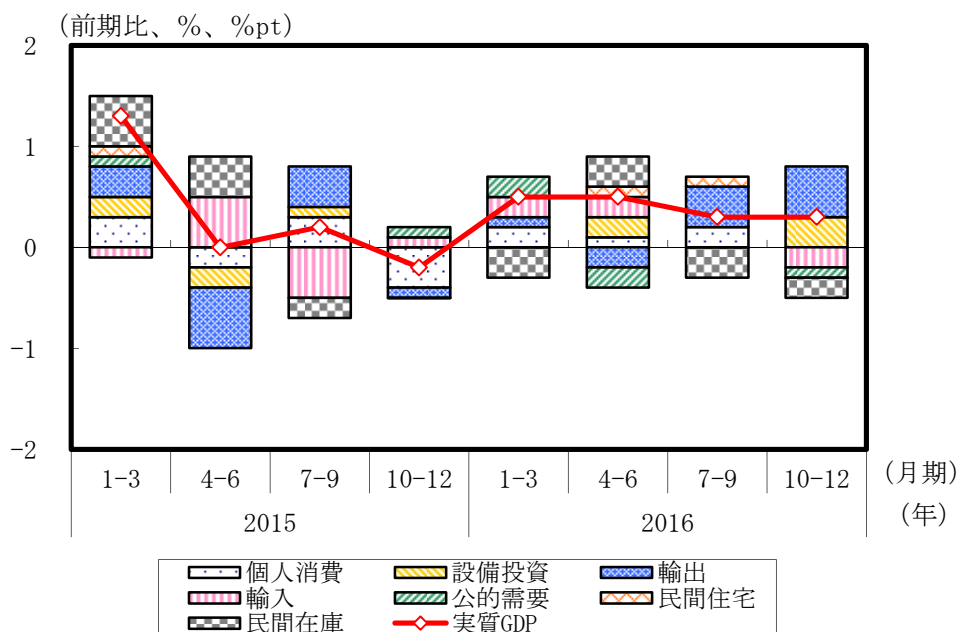
民間企業設備投資は前期比+2.0%（一次速報：同+0.9%）、一進一退ながら底堅い動きが続いている。高水準で推移する企業収益を背景に、研究開発投資や人手不足に対応した省人化・合理化投資が設備投資を押し上げ、また、非製造業において物流拠点や倉庫などの建設需要が増加していることが、設備投資にプラスに寄与したとみられる。

民間在庫変動は前期比寄与度▲0.2%pt（一次速報：同▲0.1%pt）と、2四半期連続のマイナス寄与となった。全体的に在庫調整が進展し続けているが、とりわけ流通品在庫のマイナス寄与が大きい。

公的固定資本形成は前期比▲2.5%（一次速報：同▲1.8%）と2四半期連続の減少となった。過去の経済対策による押し上げ効果剥落の影響がマイナスに寄与したとみられる。政府消費は同+0.3%（一次速報：同+0.4%）となり、均してみれば増加傾向が継続している。

輸出は前期比+2.6%（一次速報：同+2.6%）と、2四半期連続で増加した。財輸出に関して、アジア向け輸出をはじめ、米国およびEU向け輸出も堅調に推移した。米国向けでは乗用車の輸出が底堅く推移し、アジア向けでは乗用車やバス・トラックといった輸送用機器のほか、ICの輸出が堅調さを維持した。輸入は前期比+1.3%（一次速報：同+1.3%）と、5四半期ぶりに増加した。この結果、外需寄与度は前期比寄与度+0.2%ptと、2四半期連続のプラス寄与となった。

実質 GDP と需要項目別寄与度の推移（季節調整済前期比）



先行きも緩やかな回復を見込むが、下振れリスクは併存

先行きの日本経済は、基調として緩やかな拡大傾向が続く見込みである。ただし、外需寄与は緩やかな拡大を続ける見通しであるが、仮に世界経済の不透明感が強まることとなれば、内需が停滞する中、日本経済を下押しするリスク要因となる。例えば利上げに伴う米国経済の減速や、新興国からの資金流出などが危惧される。加えて、米国の通商政策が保護貿易主義へと大きく転換し、世界経済の先行き不透明感が強まることとなれば、外需主導で成長する日本経済を下押しするリスク要因となるだろう。

個人消費は緩やかながら拡大基調が続くと見込んでいる。労働需給は引き続きタイトであり、このことが雇用者報酬の増加を通じて個人消費を下支えするとみられる。ただし、昨秋来のエネルギー支出と生鮮食品の値上がり等を受けて、消費者物価上昇率が前年比でプラスに転じている点は気がかりだ。また、政府は 2017 年の春闘においてもベースアップを要請しているが、将来的な業績への影響を懸念する企業側は、月収ではなく年収ベースでの賃金の引き上げで対応する姿勢を示しているところが多いようだ。物価の影響を考慮した実質賃金が伸び悩めば、家計が財布の紐を緩めていくことは期待しづらいだろう。

住宅投資は緩やかに減速するとみている。確かに低水準で推移する住宅ローン金利は引き続き住宅投資の下支え要因となろう。しかし、2017 年 4 月に予定されていた消費税増税前の駆け込み需要を見込んだ都市部のマンションを中心とした住宅着工は今後減少することが予想され、それに遅れるかたちで住宅投資も減少し始めるとみている。足下では住宅着工件数に頭打ち感が見られており、工事進捗ベースで計上される住宅投資は、住宅着工件数の動きに追随するかたちで弱含む公算が大きい。

設備投資は緩やかな増加を予想する。労働需給がタイトな中、特に非製造業において、引き続き人手不足に対応した合理化・省人化投資が期待できる。また、7-9 月期の GDP 二次速報から計上されるようになった研究開発費も、設備投資の押し上げ要因となろう。ただし、企業収益が引き続き高水準で推移しているものの、収益の源泉は数量の増加ではなく、主として投入コストの低下によってもたらされている点には留意しておきたい。本格的な設備投資拡大の可能性については、外需の拡大などを背景とした稼働率の上昇がカギを握っている。

公共投資については、年度末に向けて持ち直しの動きが見られるだろう。2016 年度第 2 次補正予算の執行により、先行きの公共投資は徐々に増加する見込みである。

輸出に関しては、海外経済が緩やかな成長を続ける中、消費財の輸出を中心に底堅く推移するとみている。財輸出を地域別に見ると、雇用環境の改善や金融緩和の効果などを背景に、各地で個人消費が堅調に推移しており、米国、EU、アジア向けの消費財輸出は引き続き底堅く推移しよう。ただし、米国経済が極端な保護貿易主義に走れば、世界の貿易を停滞させる可能性があり、中長期的なリスク要因になると考えられる。また、仮に日米貿易摩擦問題が表面化するようなこととなれば、自動車産業を中心に輸出産業が打撃を受ける可能性がある。