

2017年6月8日 全4頁

## Indicators Update

# 2017年1-3月期 GDP 二次速報

在庫調整の進展で下方修正、前期比年率+1.0%（前期比+0.3%）

経済調査部

シニアエコノミスト 長内 智  
エコノミスト 小林 俊介

### [要約]

- 2017年1-3月期の実質GDP成長率（二次速報）は前期比年率+1.0%（前期比+0.3%）と、一次速報（前期比年率+2.2%、前期比+0.5%）から下方修正され、市場コンセンサス（前期比年率+2.5%、前期比+0.6%）を下回った。下方修正の主因が、景気回復などに伴う在庫調整の一層の進展によって民間在庫変動が大きく下方修正されたことであるため、過度に悲観する必要はないだろう。
- 総じてみると、今回の結果は、日本経済が緩やかながらも回復し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り、特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に再注目したい。

※当社は、6/8（木）に「第193回 日本経済予測（改訂版）」の発表を予定している。

		2016				2017	
		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%	0.6	0.4	0.3	0.3	0.5	0.3
	前期比年率%	2.5	1.6	1.0	1.4	2.2	1.0
民間最終消費支出	前期比%	0.3	0.2	0.4	0.0	0.4	0.3
民間住宅	前期比%	1.2	3.1	2.6	0.2	0.7	0.3
民間企業設備	前期比%	▲ 0.1	1.3	▲ 0.2	1.9	0.2	0.6
民間在庫変動	前期比寄与度%pt	▲ 0.3	0.3	▲ 0.3	▲ 0.2	0.1	▲ 0.1
政府最終消費支出	前期比%	1.4	▲ 1.2	0.2	0.0	0.1	▲ 0.0
公的固定資本形成	前期比%	▲ 0.3	0.7	▲ 1.3	▲ 3.0	▲ 0.1	▲ 0.1
財貨・サービスの輸出	前期比%	0.5	▲ 1.4	1.9	3.4	2.1	2.1
財貨・サービスの輸入	前期比%	▲ 2.0	▲ 1.1	▲ 0.2	1.3	1.4	1.4
内需寄与度	前期比寄与度%pt	0.2	0.5	▲ 0.1	▲ 0.0	0.4	0.1
外需寄与度	前期比寄与度%pt	0.5	▲ 0.1	0.4	0.4	0.1	0.1
名目GDP	前期比%	0.9	0.2	0.1	0.4	▲ 0.0	▲ 0.3
	前期比年率%	3.7	0.8	0.3	1.6	▲ 0.1	▲ 1.2
GDPデフレーター	前年比%	0.9	0.4	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.8	▲ 0.8

(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下方修正され、市場コンセンサスを下回る

2017年1-3月期の実質GDP成長率（二次速報）は前期比年率+1.0%（前期比+0.3%）と、一次速報（前期比年率+2.2%、前期比+0.5%）から下方修正され、市場コンセンサス（前期比年率+2.5%、前期比+0.6%）を下回った。下方修正の主因が、景気回復などに伴う在庫調整の一層の進展によって民間在庫変動が大きく下方修正されたことであるため、過度に悲観する必要はないだろう。むしろ在庫循環の観点からは、今後在庫調整が一巡して在庫積み増し局面へと転じるとみている。総じてみると、今回の結果は、日本経済が緩やかながらも回復し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り、特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に再注目したい。

## 民間在庫変動の下方修正が全体を押し下げ

一次速報からの主な改定内容を需要項目別に見ると、設備投資が上方修正される一方で、民間最終消費支出、民間在庫変動などが下方修正された。特に、民間在庫変動の下方修正の影響が大きく、全体を押し下げた。

民間最終消費支出は、主に3月分の基礎統計を反映して前期比+0.3%（一次速報：同+0.4%）と、わずかながら下方修正された。これは、「耐久財」「半耐久財」「サービス」が小幅に下方修正されたことによる。

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+0.6%（一次速報：同+0.2%）と上方修正された。形態別総固定資本形成の推移を確認すると、輸送用機械の伸びが大きいですが、その増勢は一服しつつある。その他の機械設備等は緩やかな増加が続いた一方で、知的財産生産物は一進一退の推移ながらも1-3月期は減少した。

在庫投資は前期比寄与度▲0.1%ptと一次速報（同+0.1%pt）から下方修正された。形態別の寄与度を見ると、「仕掛品」と「製品」が上方修正され、「流通品」が横ばいとなる一方で、「原材料」の下方修正幅が大きく、全体を押し下げた。

公的固定資本形成は基礎統計の直近値が反映され、前期比▲0.1%（一次速報：同▲0.1%）と横ばい。輸出・輸入に関しても修正はない。他の項目については、住宅投資と政府最終消費が下方修正となったものの、GDP全体への影響は限定的なものに留まった。

## 需要項目別動向：外需主導から、消費・設備投資を中心に内需もけん引役へ

2017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、民間最終消費支出は前期比+0.3%（一次速報：同+0.4%）と、5四半期連続で増加した。人手不足を背景として雇用環境の改善が続いていることに加え、消費の重石であった生鮮食品の値上がりの動きが一巡しつつある。これらが消費者マインドの改善と相俟って、個人消費の持ち直しに寄与した。

住宅投資は前期比+0.3%（一次速報：同+0.7%）と、5 四半期連続の増加となった。住宅投資は 2016 年度を通じて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を背景に、これまで増加基調で推移してきた。

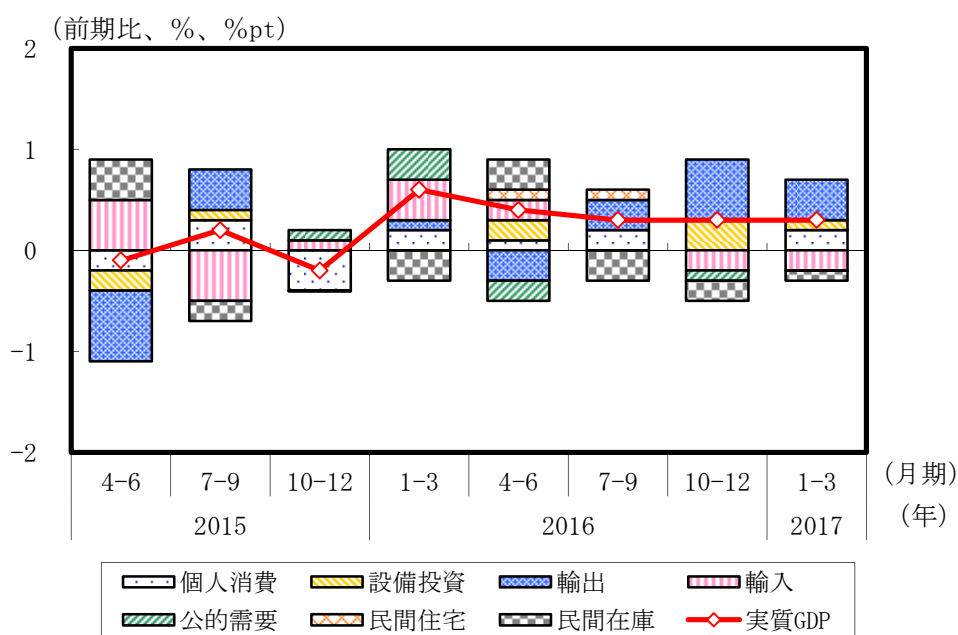
民間企業設備投資は前期比+0.6%（一次速報：同+0.2%）、緩やかな拡大基調を維持した。高水準で推移する企業収益や人手不足への対応などを背景として、設備投資は堅調な推移を続けている。

民間在庫変動は前期比寄与度▲0.1%pt（一次速報：同+0.1%pt）と、3 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「原材料」のマイナス寄与が大きい。なお、足下の在庫の減少に関しては、出荷の増加を伴った在庫調整の一層の進展によるものであり、過度な懸念は必要ないとみている。

公的固定資本形成は前期比▲0.1%（一次速報：同▲0.1%）と、わずかながら 3 四半期連続で減少した。2016 年度第 2 次補正予算等の執行が遅れているとみられる。政府消費は同▲0.0%（一次速報：同+0.1%）となり、横ばい圏の動きが継続している。

輸出は前期比+2.1%（一次速報：同+2.1%）と、3 四半期連続の増加であった。1-3 月期の貿易統計を見ると、米国向け輸出に頭打ち感が見られるものの、EU 向けやアジア向け輸出が堅調に推移した。EU 向けでは乗用車、アジア向けでは中国のスマートフォン向けを中心とした IC 輸出が好調であった。輸入は同+1.4%（一次速報：同+1.4%）と、2 四半期連続で増加した。この結果、外需寄与度は前期比寄与度+0.1%pt と、3 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）



(出所) 内閣府統計より大和総研作成

## 内外需のバランスの取れた緩やかな回復軌道へ。リスクは海外要因

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。個人消費を中心とした内需は一進一退ながら堅調な推移が続くと同時に、世界経済の回復を背景とした外需の拡大が日本経済の成長を支えるだろう。ただし、米国の通商政策や地政学的リスクの高まりなど、外需の下振れリスクには警戒が必要である。また、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にも注意が必要だ。

個人消費は緩やかながらも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、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。一方、2016年末の原油価格上昇の影響が残存していることなどを背景に、消費者物価がじわじわと上昇に転じている点気がかりだ。物価の影響を考慮した実質賃金が伸び悩めば、個人消費は抑制される可能性がある。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たが、将来的な業績への影響を懸念する企業側は、月収で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たところが多いようだ。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などから、住宅着工は都市部のマンションを中心に底堅く推移してきたが、今後減少に向かう公算が大きく、それに遅れる形で住宅投資も減少し始めるとみている。

設備投資は緩やかな増加を予想する。製造業においては、世界経済の回復がもたらす輸出拡大により、昨年後半から稼働率は上昇傾向にある。ただし、世界経済の先行き不透明感が強まる場合には、企業の設備投資マインドが冷え込む可能性があることには注意が必要だ。一方、増加トレンドにある研究開発投資については、今後も設備投資の押し上げ要因になるだろう。また、非製造業を中心として、人手不足に対応した合理化・省人化投資は息の長い拡大基調を維持するとみている。公共投資については、第2次・第3次補正予算の執行などにより、徐々に持ち直しの動きが見られるだろう。

輸出に関しては、海外経済が緩やかな成長を続ける中、底堅く推移するとみている。米国向け輸出に頭打ち感は見られるものの、EUやアジア向けの輸出は引き続き底堅く推移しよう。特に、中国向けの建機や電子部品は堅調な受注状況が維持される見込みであり、中国向け輸出の拡大が全体を牽引していくことが期待される。

ただし、外需に関しては下振れリスクに警戒が必要である。米国では、Fedが2017年3月に利上げを実施し、2017年に複数回の利上げが実施される可能性がある。一方、1-3月期の米国の個人消費の拡大ペースが軟調であったことや、トランプ政権における政策遂行能力への疑念など、米国経済の下振れリスクが表れている点は気がかりだ。また、トランプ大統領が保護貿易主義的な政策を推し進めた場合、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。他方、緊迫する北朝鮮情勢を背景とした地政学的リスクの高まりにも警戒が必要であろう。メインシナリオとして世界経済は緩やかな成長を続けるとみているが、世界経済の先行き不透明感が強まることとなれば、輸出の減速を通じて日本経済を下押しするリスク要因となるだろう。