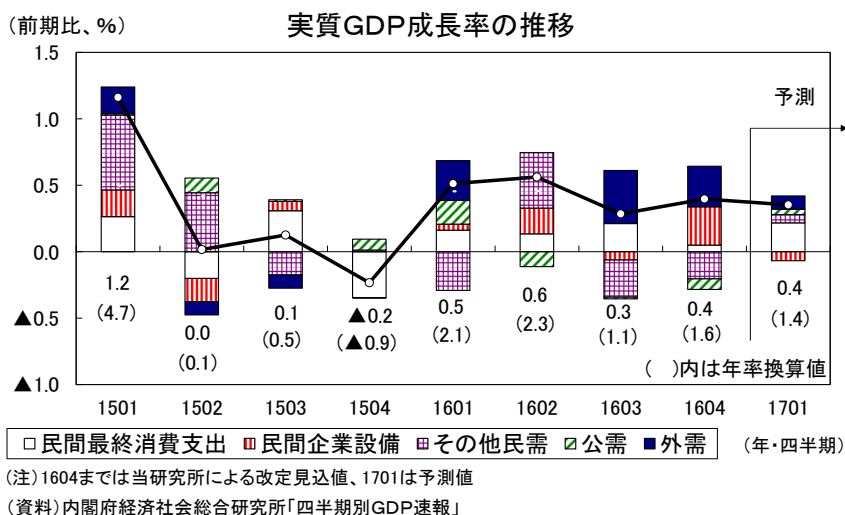


Weekly
エコノミスト・
レター2017年1-3月期の実質GDP
～前期比0.4%(年率1.4%)を予測

経済研究部 経済調査室長 斎藤 太郎
(03)3512-1836 tsaito@nli-research.co.jp

- 5/18に内閣府から公表される2017年1-3月期の実質GDPは、前期比0.4%（前期比年率1.4%）と5四半期連続のプラス成長になったと推計される。外需が3四半期連続で成長率を押し上げたことに加え、民間消費が前期比0.4%と高めの伸びとなったことなどから、ゼロ%台後半とされる潜在成長率を上回る成長になったとみられる。
- 名目GDPは前期比0.0%（年率0.1%）と5四半期連続で増加するが、実質の伸びを大きく下回るだろう。GDPデフレーターは前年比▲0.7%、前期比▲0.3%と予測する。円安に伴う輸入デフレーター的大幅上昇がGDPデフレーターを押し下げた。
- 日本経済は1年以上にわたって潜在成長率を上回る成長を続けている。2016年度の実質GDP成長率は1.4%（当研究所の予測値）と2015年度の1.3%とほぼ同じだが、在庫変動を除いた最終需要の伸びは2015年度の1.0%から1.7%へと高まる。景気の実勢は見かけの成長率以上に強くなっている。
- 先行きについても、海外経済の回復を背景に輸出の増加が続くことに加え、企業収益の改善に伴う設備投資の持ち直しが見込めることなどから、景気は堅調な推移が続くことが予想される。ただし、名目賃金が伸び悩んでいるため、物価上昇に伴う実質所得の低下が消費を下押しするリスクには注意が必要だ。



●1-3 月期は年率 1.4%を予測～内外需揃ったプラス成長

2017 年 1-3 月期の実質 GDP は、前期比 0.4%（前期比年率 1.4%）と 5 四半期連続のプラス成長になったと推計される。

外需が 3 四半期連続で成長率を押し上げたことに加え、民間消費が前期比 0.4%と高めの伸びとなったことなどから、ゼロ%台後半とされる潜在成長率を上回る成長になったとみられる。

その他の需要項目では、設備投資は前期比▲0.4%の減少となったが、住宅投資が前期比 0.3%と小幅ながら 5 四半期連続で増加したほか、2016 年度補正予算の効果から公的固定資本形成が前期比 0.6%と 3 四半期ぶりの増加となった。

実質 GDP 成長率への寄与度は、国内需要 0.3%（うち民需 0.2%、公需 0.0%）、外需が 0.1%と予測する。

名目 GDP は前期比 0.0%（前期比年率 0.1%）と 5 四半期連続で増加するが、実質の伸びは大きく下回るだろう。GDP デフレーターは前年比▲0.7%（10-12 月期：同▲0.1%）、前期比▲0.3%（10-12 月期：同 0.1%）と予測する。国内需要デフレーターは前期比 0.2%（10-12 月期：同 0.1%）の上昇となったが、円安の影響などから輸入デフレーターが前期比 6.8%の大幅上昇となり、輸出デフレーター伸び（同 3.4%）を上回ったことが GDP デフレーターを押し下げた。

なお、5/18 に内閣府から 2017 年 1-3 月期の GDP 速報値が発表される際には、基礎統計の改定や季節調整のかけ直しなどから、成長率が過去に遡って改定される。当研究所では、民間消費、外需の上方修正を主因として 2016 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率 1.2%から同 1.6%へと上方修正されると予測している。

この結果、2016 年度の実質 GDP 成長率は 1.4%、名目 GDP 成長率は 1.2%になると見込まれる。実質成長率は 2015 年度の 1.3%とほぼ同じだが、内訳をみると 2015 年度は民間在庫変動が成長率を 0.3%ポイント押し上げたのに対し、2016 年度は▲0.3%ポイントの押し下げとなりそうだ。当研究所の 1-3 月期の予測に基づけば、在庫変動（民間+公的）を除いた最終需要の伸びは 2015 年度の前年比 1.0%から 2016 年度は 1.7%へと高まる。景気の実勢は見かけの成長率以上に強くなっている。

日本経済は 1 年以上にわたって潜在成長率を上回る成長を続けている。内容的にも 2016 年後半は外需中心の成長だったが、2017 年 1-3 月期は民間消費が高めの伸びとなったことから内需の伸びが高まり、内外需のバランスが取れた成長となった。先行きについても、海外経済の回復を背景に輸出の増加が続くことに加え、企業収益の改善に伴う設備投資の持ち直しが見込めることなどから、景気は堅調な推移が続くことが予想される。ただし、名目賃金が伸び悩んでいるため、物価上昇に伴う実質所得の低下が消費を下押しするリスクには注意が必要だろう。

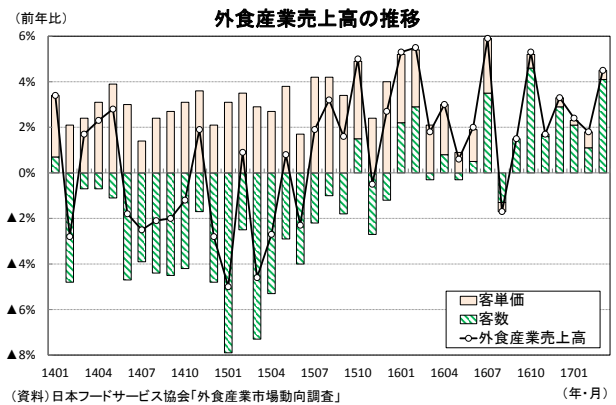
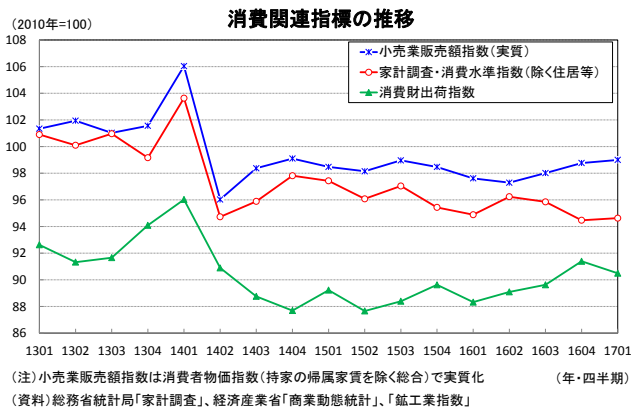
●主な需要項目の動向

・民間消費～雇用所得環境の改善を背景に持ち直しが明確に

民間消費は前期比 0.4%と 5 四半期連続で増加し、10-12 月期の同 0.1%（改定見込値）から伸びが高まると予測する。

雇用所得環境の改善が続く中、2016 年 7-9 月期（相次ぐ台風の上陸）、10-12 月期（生鮮野菜の価格高騰）のように一時的な下押し要因がなかったことが消費の増加につながった。

内訳をみると、耐久消費財のストック調整の一巡を背景に自動車販売が増加を続けているほか、外食などのサービス消費も堅調を維持している。1-3 月期の消費関連指標を確認すると、「鉱工業指数」の消費財出荷指数は前期比▲1.0%と 4 四半期ぶりの低下となったが、「商業動態統計」の小売業販売額指数（実質）が前期比 0.2%と 3 四半期連続の上昇となったほか、低迷が続いていた「家計調査」の消費水準指数（除く住居等）も前期比 0.2%と 3 四半期ぶりに上昇した。



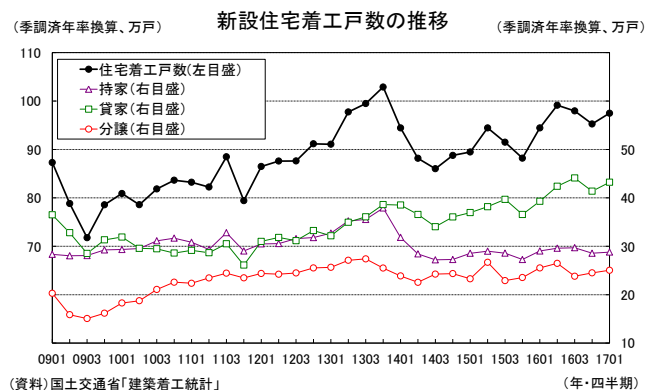
・住宅投資～5 四半期連続の増加だが、実態は弱含み

住宅投資は前期比 0.3%と小幅ながら 5 四半期連続を予測する。

新設住宅着工戸数（季節調整済・年率換算値）は 2016 年 4-6 月期の 99.1 万戸をピークに 7-9 月期が 98.0 万戸、10-12 月期が 95.3 万戸と減少が続いた後、2017 年 1-3 月期は 97.5 万戸と若干持ち直した。ただし、1-3 月期の着工戸数は、東京五輪の選手村宿泊施設の着工という特殊要因によって 1 月に大きく押し上げられており（2017 年 1 月：100.1 万戸）、その影響が剥落した 2、3 月は 90 万戸台となった。

日銀のマイナス金利導入後の住宅ローン金利の低下が引き続き下支えしているものの、相続税対策のための貸家建設は頭打ちとなっており、住宅着工は基調としては弱めの動きとなっている。

2017 年 1-3 月期の GDP 統計の住宅投資は小幅な増加を確保したが、特殊要因が剥落する 4-6 月



期は減少に転じる可能性が高いだろう。

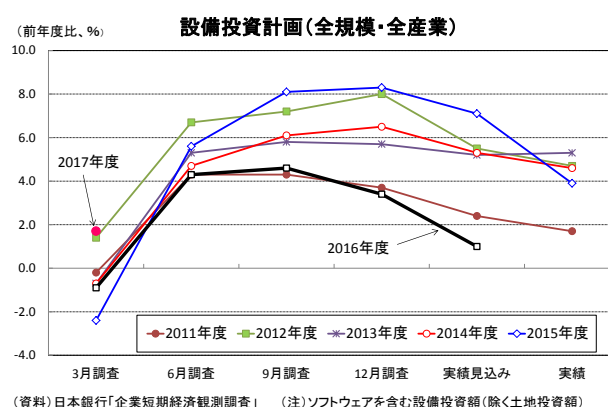
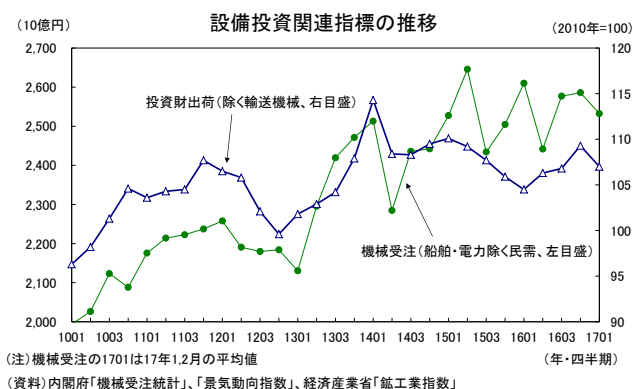
・民間設備投資～2 四半期ぶりの減少も、持ち直しが継続

民間設備投資は前期比▲0.4%と2 四半期ぶりの減少を予測する。

設備投資の一致指標である投資財出荷(除く輸送機械)は2016年10-12月期の前期比2.3%の後、2017年1-3月期は同▲2.1%と4 四半期ぶりの減少となった。機械投資の先行指標である機械受注(船舶・電力を除く民需)は2016年10-12月期に前期比0.3%と2 四半期連続の増加となった後、2017年1、2月の平均は10-12月期を▲2.1%下回っている。

また、日銀短観2017年3月調査では、2016年度の設備投資計画(含むソフトウェア、除く土地投資額)が前年度比1.0%(全規模・全産業)となり、前年同時期の前年度比7.1%(2016年3月調査の2015年度計画)を大きく下回る伸びとなった。一方、2017年度当初計画は前年度比1.7%となり、当初計画としては2012年度以来の増額計画となった。

2017年1-3月期の設備投資は2 四半期ぶりの減少が予想されるが、10-12月期の高い伸びの反動もあり、持ち直しの動きが途切れてしまったわけではない。2016年前半に急速に悪化した企業収益は、海外経済の回復や円高一巡に伴い2016年後半にはすでに急速に改善している。企業収益の増加に伴う潤沢なキャッシュフローを背景に、設備投資は2017年度入り後には持ち直しがより明確となる可能性が高い。

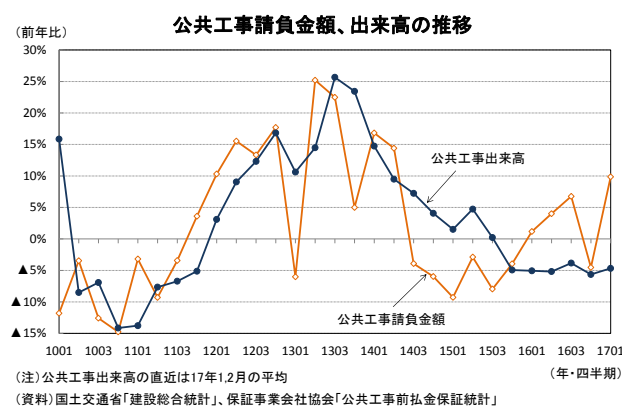


・公的固定資本形成～2016年度補正予算の効果で3 四半期ぶりの増加

公的固定資本形成は前期比0.6%と3 四半期ぶりの増加を予測する。

公共工事の先行指標である公共工事請負金額は2016年10-12月期に前年比▲4.5%と4 四半期ぶりの減少となった後、2017年1-3月期は2016年度第2次補正予算の影響から同9.9%の大幅増加となった。一方、公共工事の進捗を反映する公共工事出来高は2015年10-12月期以降、5 四半期連続で減少し、2017年1、2月の平均も前年比▲4.7%となっている。

工事の進捗が遅れていることから1-3月期の公的



固定資本形成の伸びは小幅にとどまったが、先行指標の動きからすれば4-6月期は伸びが大きく高まる可能性が高いだろう。

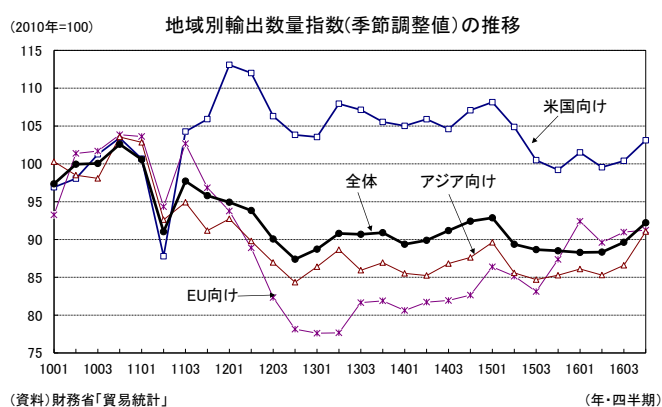
・外需～輸出の回復基調が明確に

外需寄与度は前期比0.1%と3四半期連続のプラスを予測する。財貨・サービスの輸出が前期比1.6%、財貨・サービスの輸入が前期比1.0%と予想する。

1-3月期の地域別輸出数量指数を季節調整値（当研究所による試算値）でみると、米国向けが前期比▲1.7%（10-12月期：同2.8%）、EU向けが前期比0.4%（10-12月期：同0.5%）、アジア向けが前期比3.1%（10-12月期：同5.2%）、全体では前期比1.7%（10-12月期：同3.0%）となった。

世界経済の回復を背景に、輸出数量全体は4四半期連続の上昇と堅調を維持しているが、地域別には、1-3月期は米国向けが弱め、アジア向けが強めとばらつきが見られた。アジア向けはIT関連財を中心に好調を維持しているが、米国向けは米国内の販売低迷を反映し自動車輸出が減少したことから弱めの動きとなった。

一方、財貨・サービスの輸入は2四半期連続の増加が見込まれる。輸出に比べれば伸びは低い、国内需要の持ち直しを背景に輸入も上向いている。



日本・月次GDP 予測結果

[月次]
→実績値による推計

[四半期]
実績← →予測

| | 2016/10 | 2016/11 | 2016/12 | 2017/1 | 2017/2 | 2017/3 | 2016/7-9 | 2016/10-12 | 2017/1-3 |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 実質GDP | 526,296 | 525,070 | 522,164 | 524,559 | 529,038 | 526,159 | 522,660 | 524,736 | 526,585 |
| 前期比年率 | | | | | | | 1.1% | 1.6% | 1.4% |
| 前期比 | 0.4% | ▲0.2% | ▲0.6% | 0.5% | 0.9% | ▲0.5% | 0.3% | 0.4% | 0.4% |
| 前年同期比 | 0.5% | 2.6% | 2.3% | 1.4% | 1.7% | 1.6% | 1.2% | 1.8% | 1.6% |
| 内需（寄与度） | 527,903 | 526,421 | 523,719 | 526,809 | 528,642 | 527,236 | 526,001 | 526,311 | 527,633 |
| 前期比 | 0.2% | ▲0.3% | ▲0.5% | 0.6% | 0.3% | ▲0.3% | ▲0.1% | 0.1% | 0.3% |
| 前年同期比 | ▲0.6% | 1.4% | 1.3% | 1.5% | ▲0.2% | 1.1% | 0.4% | 0.7% | 0.8% |
| 民需（寄与度） | 396,451 | 395,971 | 393,927 | 396,363 | 397,234 | 396,091 | 394,795 | 395,519 | 396,632 |
| 前期比 | 0.3% | ▲0.1% | ▲0.4% | 0.5% | 0.2% | ▲0.2% | ▲0.1% | 0.1% | 0.2% |
| 前年同期比 | ▲0.1% | 1.5% | 1.0% | 1.9% | ▲0.1% | 1.2% | 0.2% | 0.7% | 1.0% |
| 民間消費 | 298,820 | 297,588 | 295,674 | 298,223 | 298,843 | 298,436 | 297,101 | 297,361 | 298,501 |
| 前期比 | 0.5% | ▲0.4% | ▲0.6% | 0.9% | 0.2% | ▲0.1% | 0.4% | 0.1% | 0.4% |
| 前年同期比 | 0.1% | 1.8% | 1.1% | 2.4% | ▲0.4% | 1.7% | 0.4% | 1.0% | 1.2% |
| 民間住宅投資 | 16,291 | 16,163 | 15,977 | 16,241 | 16,164 | 16,166 | 16,095 | 16,144 | 16,190 |
| 前期比 | 0.2% | ▲0.8% | ▲1.2% | 1.6% | ▲0.5% | 0.0% | 2.6% | 0.3% | 0.3% |
| 前年同期比 | 8.1% | 7.3% | 6.6% | 6.9% | 6.3% | 5.7% | 6.6% | 7.3% | 6.3% |
| 民間設備投資 | 81,367 | 82,231 | 82,294 | 81,733 | 81,983 | 81,116 | 80,458 | 81,964 | 81,610 |
| 前期比 | 1.3% | 1.1% | 0.1% | ▲0.7% | 0.3% | ▲1.1% | ▲0.4% | 1.9% | ▲0.4% |
| 前年同期比 | 0.5% | 5.2% | 4.4% | 3.3% | 1.2% | 1.8% | 0.9% | 3.4% | 2.1% |
| 民間在庫（寄与度） | -116 | -100 | -107 | 77 | 155 | 283 | 1,012 | -108 | 172 |
| 前期比 | ▲0.2% | 0.0% | ▲0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | ▲0.3% | ▲0.2% | 0.1% |
| 前年同期比 | ▲0.6% | ▲0.6% | ▲0.6% | ▲0.2% | ▲0.2% | ▲0.2% | ▲0.3% | ▲0.5% | ▲0.2% |
| 公需（寄与度） | 131,458 | 130,455 | 129,798 | 130,452 | 131,415 | 131,151 | 131,207 | 130,790 | 131,000 |
| 前期比 | ▲0.1% | ▲0.2% | ▲0.1% | 0.1% | 0.2% | ▲0.0% | ▲0.0% | ▲0.1% | 0.0% |
| 前年同期比 | ▲0.5% | ▲0.1% | 0.3% | ▲0.4% | ▲0.1% | ▲0.1% | 0.2% | ▲0.1% | ▲0.2% |
| 政府消費 | 106,236 | 106,077 | 105,962 | 106,161 | 106,427 | 106,515 | 106,064 | 106,304 | 106,368 |
| 前期比 | ▲0.5% | ▲0.2% | ▲0.1% | 0.2% | 0.2% | 0.1% | 0.2% | 0.2% | 0.1% |
| 前年同期比 | ▲1.6% | 0.9% | 3.1% | ▲0.8% | 0.4% | ▲0.5% | 1.2% | 0.7% | ▲0.3% |
| 公的固定資本形成 | 25,279 | 24,436 | 23,893 | 24,348 | 25,045 | 24,693 | 25,170 | 24,536 | 24,696 |
| 前期比 | ▲0.1% | ▲3.3% | ▲2.2% | 1.9% | 2.9% | ▲1.4% | ▲0.9% | ▲2.5% | 0.6% |
| 前年同期比 | ▲2.6% | ▲4.7% | ▲4.9% | ▲3.8% | ▲2.8% | ▲0.3% | ▲1.8% | ▲4.1% | ▲2.3% |
| 外需（寄与度） | -2,127 | -1,869 | -2,074 | -2,769 | -123 | -1,596 | -3,620 | -2,023 | -1,496 |
| 前期比 | 0.1% | 0.0% | ▲0.0% | ▲0.1% | 0.5% | ▲0.3% | 0.4% | 0.3% | 0.1% |
| 前年同期比 | 1.1% | 1.1% | 1.0% | ▲0.1% | 1.9% | 0.5% | 0.8% | 1.1% | 0.8% |
| 財貨・サービスの輸出 | 85,056 | 87,791 | 87,599 | 87,390 | 88,819 | 88,498 | 84,134 | 86,815 | 88,236 |
| 前期比 | ▲0.4% | 3.2% | ▲0.2% | ▲0.2% | 1.6% | ▲0.4% | 2.1% | 3.2% | 1.6% |
| 前年同期比 | ▲2.5% | 5.4% | 11.7% | 0.3% | 6.2% | 9.5% | 1.1% | 4.8% | 5.6% |
| 財貨・サービスの輸入 | 87,182 | 89,660 | 89,673 | 90,159 | 88,941 | 90,094 | 87,754 | 88,839 | 89,731 |
| 前期比 | ▲1.0% | 2.8% | 0.0% | 0.5% | ▲1.4% | 1.3% | ▲0.3% | 1.2% | 1.0% |
| 前年同期比 | ▲8.3% | ▲1.6% | 5.1% | 0.9% | ▲5.4% | 6.4% | ▲3.3% | ▲1.6% | 0.8% |

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。