

第一生命経済研究所レポート selection

2016 年 8 月 15 日

団体年金事業部

2016 年 4－6 月期四半期別 GDP 速報（1 次速報値）

～うるう年要因を除けば前期比年率＋1.4%と高い伸び。ただし、持続性に欠ける～

当社のシンクタンク、株式会社第一生命経済研究所の新家主席エコノミストによる「2016 年 4－6 月期四半期別 GDP 速報（1 次速報値）～うるう年要因を除けば前期比年率＋1.4%と高い伸び。ただし、持続性に欠ける～」をお届けいたします。（別添参照）

以上

2016年4-6月期四半期別GDP速報（1次速報値） 発表日：2016年8月15日（月）
～うるう年要因を除けば前期比年率+1.4%と高い伸び。ただし、持続性に欠ける～

第一生命経済研究所 経済調査部
主席エコノミスト 新家 義貴
TEL:03-5221-4528

○ うるう年要因を除けば比較的高い伸び

本日内閣府から公表された2016年4-6月期の実質GDP成長率（1次速報）は前期比年率+0.2%（前期比+0.0%）¹と、事前の市場予想（前期比年率+0.7%）をやや下振れた（筆者予想の▲0.6%からは上振れ）。4-6月期については、うるう年要因によって見かけ上前期比年率で1.2%Pt程度低く算出されていると試算されるため、この押し下げ分を除いた実態としては前期比年率+1.4%となる。比較的高い成長率といって良いだろう。

外需と設備投資が落ち込んだことが市場予想下振れの主因である。なお、筆者予想（前期比年率▲0.6%）からは上振れているが、これは個人消費が予想に反して増加したことや在庫投資の上振れが影響している。ただ、個人消費については均してみれば横ばい圏の推移にとどまっていることに加え、4-6月期についてはサンプル要因による上振れの面もありそうだ。個人消費の基調は弱いままだろう。また、在庫投資についても在庫調整が遅れている印象であり、この点は先行きの成長率押し下げ要因になりうる。今回のGDPをもって、景気が上向きつつあるとの判断をすることは妥当ではない。

輸出、設備投資がそろって減少したことも懸念材料である。個人消費の持続性に難があることを考えると、日本経済は引き続き牽引役不在の状況にあると考えられる。生産などの動向も踏まえ、景気は引き続き踊り場状態にあると判断して良いだろう。

○ 需要項目別の動向

個人消費は前期比+0.2%と2四半期連続で増加した。うるう年要因によって0.5%Pt程度押し下げられていることを考慮すると、実態としては前期比で+0.7%程度と考えられる。予想以上に伸びた印象で、強い結果といえるだろう。

もっとも、これで個人消費が持ち直したと判断することは避けた方が良い。個人消費は15年10-12月期の前期比▲0.8%の落ち込み分を、16年1-3月期（+0.2%）、4-6月期（+0.7%）の2四半期かけてようやく取り戻した程度に過ぎず、回復したとはいえない状況である（1-3月期、4-6月期はうるう年要因除く）。引き続き個人消費は底這い状況にあると判断するのが妥当だろう。実際、4-6月期の個人消費の水準は、消費増税を前にした駆け込み需要が本格化する直前の13年10-12月期と比較して▲2.2%も低いだけでなく、増税直後で水準が極めて低い14年4-6月期と比較しても、+0.5%上回る水準にとどまっている。個人消費は2年間にわたって底這い状態を続けており、現在もなお、消費者の生活防衛色が和らぐには至っていない。

¹ GDP統計では、季節調整のかけ直しや基礎統計の改定に伴い過去の値も毎回改定される。15年1-3月期が前期比年率+4.9%（改定前+5.2%）、4-6月期が▲1.7%（改定前▲1.7%）、7-9月期が+2.0%（改定前+1.7%）、10-12月期が▲1.7%（改定前▲1.8%）、16年1-3月期が+2.0%（改定前+1.9%）などとなった。全体として改定幅は小さく、符号の逆転も見られない。景気認識に変更を迫るものではなかった。

なお、4-6月期の個人消費は、供給側推計値に比べて需要側推計値がかなり強く、数値を押し上げているとみられる。消費増税後は家計調査等の需要側統計が実態以上に悪化してGDPを押し下げていると言われたが、16年1-3月期、4-6月期については、逆に需要側推計値が供給側推計値対比で相当上振れる形になっている。4-6月期の個人消費は確かに強い数字だったが、サンプル要因による上振れである可能性も相応にあり、7-9月期に反動が出ることも十分考えられる。消費を取り巻く環境に変化が生じたわけではなく、持続性には難ありだろう。

内需のもう一つの柱である設備投資は前期比▲0.4%と2四半期連続で小幅減少となった。15年7-9月期、10-12月期に増加していた反動の面もあるだろうが、少なくともモメンタムは弱まりつつあるようだ。また、先行きについても下振れ懸念が強い状況である。円高の影響等から企業収益が大幅に悪化していることに加え、景気の先行き不透明感も依然強く、企業が投資の手控え、先送りに動く可能性は高いといえるだろう。設備投資の先行きは慎重に見た方が良い。機械投資の先行指標である機械受注が4-6月期に大きく落ち込んだことも懸念材料だ。

4-6月期は外需も低調であり、外需寄与度は前期比▲0.3%Pt（前期比年率▲1.0%Pt）と成長率を押し下げた。輸出が前期比▲1.5%と2四半期ぶりに減少したことが響いている（輸入は前期比▲0.1%）。輸出は、15年4-6月期が前期比▲4.2%、7-9月期が+2.6%、10-12月期が▲0.9%、16年1-3月期が+0.1%、4-6月期が▲1.5%と、プラスとマイナスを交互に繰り返しており、均せば横ばい圏内の動きにとどまっているということだろう。世界経済が回復感に欠けるなか、輸出も伸び悩み状態が続いている。また、4-6月期については、訪日外国人消費が減少したことが輸出の下押しに効いており、非居住者家計の国内での直接購入は前期比▲4.5%と、12年10-12月期以来の減少に転じている（4-6月期の輸出を▲0.2%Pt押し下げ）。円高が解消されないなか、これまでのようなインバウンド需要が景気を押し上げる展開は、先行き見込み薄だろう。

在庫投資は前期比寄与度▲0.0Pt（前期比年率▲0.1%Pt）だった。マイナス寄与を予想していたが、やや上振れた。15年前半に在庫が大きく積みあがった後、企業は在庫調整を行っているが、その進捗ペースは非常に緩やかなものにとどまっている。4-6月期のマイナス寄与が僅かなものにとどまったことは決して喜べる話ではなく、在庫調整の遅れを示すものと捉えた方が良いだろう。在庫調整余地は依然残っているため、先行き、在庫のマイナス寄与が成長率を押し下げ要因となる可能性があることに注意が必要だ。

住宅投資は前期比+5.0%と大幅に増加している。住宅着工戸数は1-3月期、4-6月期に大幅に増加しており、この効果が顕在化してきた。マイナス金利政策の導入を受けて住宅ローン金利が大きく低下したことが寄与したものと思われる。相続税対策としての貸家着工が増えていることも効いているようだ。ただし、16年前半の着工増については、当初予定されていた消費税率引き上げを睨んでの駆け込み着工が含まれていた可能性があることに注意が必要である。その場合、駆け込み需要の反動減が生じる可能性があるだろう。

公共投資は前期比+2.3%と明確に増加した。15年度補正予算の効果が出ていることに加え、16年度予算の前倒し執行が行われたことの影響が出ているとみられる。

○ 7-9月期も牽引役不在の状況は変わらず

以上の通り、16年4-6月期はうるう年の影響を除けば前期比年率で+1%を越えるプラス成長となったものの、その持続性には難がある。個人消費は停滞から脱していないことに加え、設備投資、輸出とも低調な推移となっており、景気は踊り場状態を脱していないと判断される。

7-9月期についても回復感に欠ける状況が続くだろう。期待された賃上げも不発に終わるなか、賃金の伸

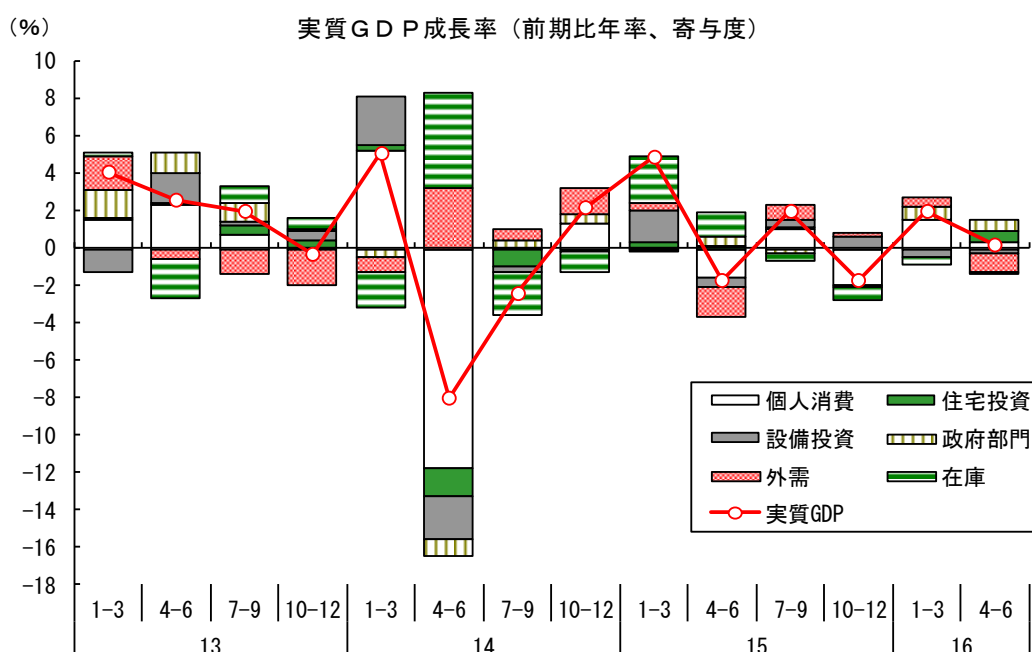
びは引き続き低いものにとどまるとみられ、個人消費が持ち直す展望は描けない。また、設備投資も前述のとおり下振れリスクを抱える状況であるほか、輸出についても、海外経済に力強さが欠けるなか回復は期待薄だろう。7-9月期も牽引役不在の状況に大きな変化はないとみられ、景気は低調に推移すると考えられる。在庫調整圧力が強いことや個人消費で反動が出る可能性があることなども考えると、7-9月期の成長率がプラスになるかどうかは微妙なところだろう。景気に回復感が出てくるのは、経済対策効果が本格化してくる年明け以降になると予想している。

図表 実質GDPの推移

	15年 4-6月期	7-9月期	10-12月期	16年 1-3月期	4-6月期	当社事前予想
実質GDP (前期比年率)	▲ 0.4 ▲ 1.7	0.5 2.0	▲ 0.4 ▲ 1.7	0.5 2.0	0.0 0.2	▲ 0.2 ▲ 0.6
内需寄与度	0.0	0.3	▲ 0.5	0.4	0.3	0.0
(うち民需)	▲ 0.1	0.3	▲ 0.5	0.2	0.2	▲ 0.1
(うち公需)	0.1	0.0	0.0	0.2	0.1	0.1
外需寄与度	▲ 0.4	0.2	0.1	0.1	▲ 0.3	▲ 0.2
民間最終消費支出	▲ 0.7	0.5	▲ 0.8	0.7	0.2	▲ 0.1
民間住宅	1.7	1.1	▲ 0.5	▲ 0.1	5.0	4.4
民間企業設備	▲ 0.9	0.7	1.2	▲ 0.7	▲ 0.4	▲ 0.5
民間在庫品増加(寄与度)	0.3	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.1	0.0	▲ 0.1
政府最終消費支出	0.3	0.2	0.8	0.9	0.2	0.4
公的固定資本形成	1.2	▲ 1.9	▲ 3.3	0.1	2.3	1.6
財貨・サービスの輸出	▲ 4.2	2.6	▲ 0.9	0.1	▲ 1.5	▲ 1.2
財貨・サービスの輸入	▲ 1.8	1.2	▲ 1.1	▲ 0.5	▲ 0.1	0.0
名目GDP (前期比年率)	0.0 0.0	0.6 2.3	▲ 0.3 ▲ 1.1	0.8 3.1	0.2 0.9	0.0 0.0
GDPデフレーター(前年比)	1.4	1.8	1.5	0.9	0.8	0.8

(出所)内閣府「国民経済計算」

※断りの無い場合、前期比(%)



(出所)内閣府「国民経済計算」

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。