

2016年7-9月期四半期別GDP速報（1次速報値） 発表日：2016年11月14日（月）
～事前予想を大きく上回る高成長～

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

○ 予想対比大きく上振れ

本日内閣府から公表された2016年7-9月期の実質GDP成長率（1次速報）は前期比年率+2.2%（前期比+0.5%）¹と、事前の市場予想（前期比年率+0.8%、筆者予想+0.5%）を大きく上回るポジティブサプライズとなった。これで3四半期連続のプラス成長であり、伸び率も高い。また、1-3月期が前期比年率+2.1%（うるう年要因を調整すれば+0.9%と試算される）、4-6月期が+0.7%（同+1.9%）、7-9月期が+2.2%と、うるう年要因を調整したベースで見れば伸びが徐々に高まっていることも評価できる。筆者はこれまで、牽引役不在のなか景気は踊り場状態が続いていると判断していたが、どうやら想定していたよりも景気は底堅く推移しているようだ。海外でも製造業循環が上向きつつあり、このことが日本経済にも好影響を及ぼしているものと思われる。

先行きについても、10-12月期は反動から低成長にとどまる可能性があるが、高成長の7-9月期と均してみれば緩やかな回復という評価で問題ないだろう。その先の17年は経済対策効果の顕在化が期待でき、公的需要という押し上げ要因が加わる。17年の景気は徐々に回復ペースが強まっていく可能性が高くなってきた。

○ 需要項目別の動向

7-9月期の成長率を大きく押し上げたのが外需である。寄与度は前期比+0.5%Pt（前期比年率+1.8%Pt）にも達しており、今期の成長のほとんどがこれで説明可能だ。輸入が前期比▲0.6%と停滞するなか、輸出が前期比+2.0%と高い伸びになったことが効いている。輸出地域別ではNIES向け、財別では電気機械が牽引している。IT関連財の生産活動が世界的に上向いていることが影響しているようだ。輸出は4-6月期に落ち込んだ（前期比▲1.5%）反動で増加している面もあるため注意が必要だが、世界的に製造業の景況感が上向いている現状を踏まえると、輸出にも徐々に明るさが見られ始めてきたと評価できるだろう。10月上中旬の輸出が比較的良好な結果となっていることも好材料だ。

こうした外需の大幅プラス寄与の一方、内需寄与度は前期比+0.1%Pt（前期比年率+0.4%Pt）と微増にとどまっている。個人消費が前期比+0.1%、設備投資が同横ばいと主力二本柱が伸びておらず、内需については依然停滞感が残っていると判断される。

個人消費の弱さについては、台風の相次ぐ上陸など天候不順の影響で押し下げられたことや、家計調査等の需要側統計のサンプル要因によって実態以上に押し下げられていることも影響していると思われる。もっとも、多少の振れはあるものの、均してみれば個人消費は消費増税後、一貫して底這い状態を続けているという姿は変わっていない。実際、7-9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

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+5.0%（改定前+5.0%）、4-6月期が▲1.3%（改定前▲1.9%）、7-9月期が+1.6%（改定前+2.1%）、10-12月期が▲1.6%（改定前▲1.7%）、16年1-3月期が+2.1%（改定前+2.1%）、4-6月期が+0.7%（改定前+0.7%）などとなった。改定幅は小さく、特にサプライズはなかった。

する直前の13年10-12月期と比較して▲2.1%も低だけでなく、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、0.6%上回る水準にとどまっている。物価の下落が家計の実質購買力を下支えしているというプラス材料もあり、下振れリスクは和らいできたと思われるが、現在もなお、消費者の生活防衛色が和らぐまでには至っていない。

内需のもう一つの柱である設備投資も停滞が続いた。16年1-3月期の前期比▲0.7%、4-6月期の▲0.1%の後、7-9月期は前期比横ばいとなっている。設備投資が減少基調に入ったとまではいえないが、頭打ち感が強まっていることは否めない。円高を背景に企業収益が悪化していることが、企業の設備投資手控えに繋がっていると考えられる。省力化・合理化投資など、企業収益悪化の環境下でも根強い投資ニーズが存在することから、大きな下振れは想定し難いが、基本的には設備投資は目先足踏み状態が続くと見ておいて良いだろう。

在庫投資も前期比寄与度▲0.1%Pt（前期比年率▲0.3%Pt）と成長率押し下げ要因となっている。これで直近5四半期中、4四半期でマイナス寄与であり、企業が在庫調整を進めていることが伺える。これは鉱工業指数でも同様であり、一時期に比べるとかなり調整が進捗していることが確認できる。在庫水準はまだ高く、10-12月期も調整が続くとは思われるが、調整完了まであと一步のところには来ているようだ。

公共投資は前期比▲0.7%と3四半期ぶりに減少した。15年度補正予算の効果や16年度予算の前倒し執行の影響で4-6月期は前期比+2.3%とはっきりと増加していたが、その効果は早くも息切れ気味である。2次補正の効果は年明け以降になると思われることから、10-12月期も公共投資は減少する可能性が高いと思われる。

住宅投資は前期比+2.3%と、4-6月期の+5.0%に続いての大幅増加となった。住宅着工戸数は7-9月期にやや減少したものの、1-3月期、4-6月期に大幅に増加していた。GDPの住宅投資は進捗ベースでカウントされるため、過去の着工増の影響が顕在化する形で7-9月期は増加が続いた形になる。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出ていたことに加え、マイナス金利政策の導入を受けて住宅ローン金利が低下したことが寄与したと思われる。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。

○ 17年は緩やかに改善か

以上の通り、16年7-9月期は予想以上の高成長となった。内需が伸びていないことや、外需の伸びには前期からの反動の面があることなど、手放しで喜べる内容ではないものの、足元の景気が予想以上に底堅く推移していることを示す結果であると評価して良いと思われる。

10-12月期については低成長にとどまるとみている。個人消費が引き続き底這い圏の動きを続けるとみられることに加え、設備投資も業績悪化による悪影響が懸念されるどころだ。輸出についても、7-9月期が高い伸びだった分、逆に10-12月期は反動が出やすいだろう。もっとも、7-9月期が高成長だった分、10-12月期にある程度反動が出ることは自然である。均してみると緩やかな持ち直しという評価で良いと思われる。

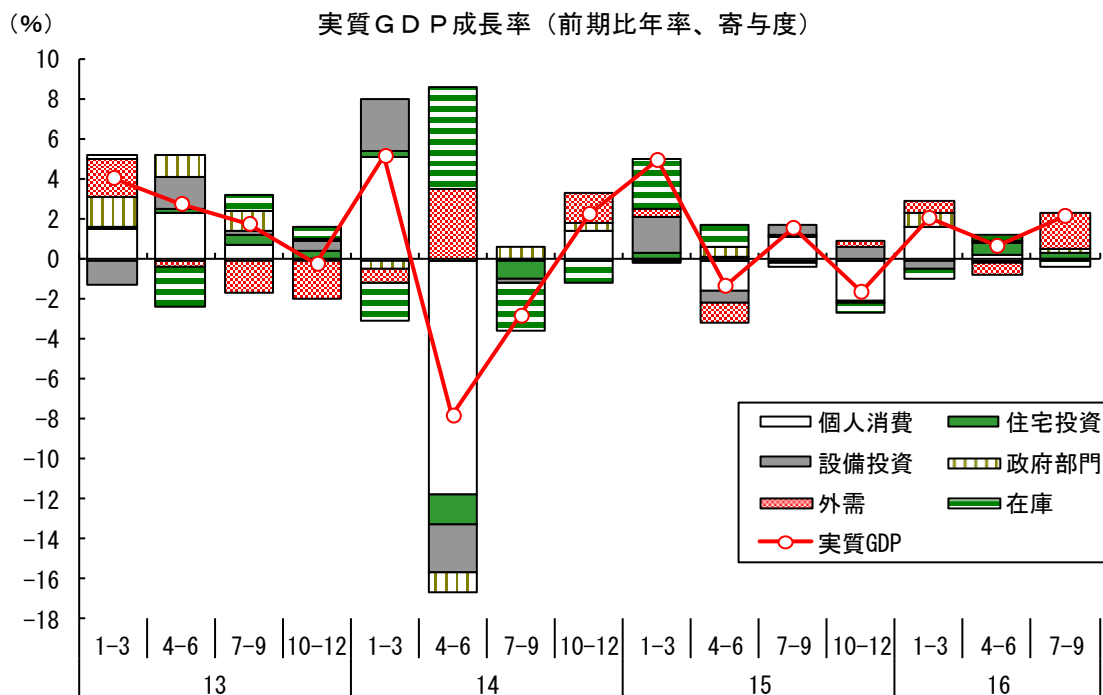
また、17年に入れば経済対策効果の顕在化が期待でき、公的需要という押し上げ要因が加わる。10月11日に成立した2次補正予算の効果が顕在化することで公共投資は大幅な増加が見込まれ、景気の持ち直しが進むとみている。また、在庫調整にも目処が付き生産活動の重石がとれるほか、円高の悪影響も次第に一巡してくるだろう。トランプ新大統領の手腕は未知数ではあるが、上手く現実路線に転換し、議会と折り合いをつけることができるようなら、減税・インフラ投資増といった景気刺激策の実行により米国景気が上振れるというシナリオも描くことが可能だ。リスク要因が数多いことは間違いないが、17年の成長率は16年よ

りも高まるとみておくのが妥当ではないだろうか。

図表 実質GDPの推移

	15年			16年			当社事前予想
	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	
実質GDP (前期比年率)	▲ 0.3 ▲ 1.3	0.4 1.6	▲ 0.4 ▲ 1.6	0.5 2.1	0.2 0.7	0.5 2.2	0.1 0.5
内需寄与度 (うち民需)	▲ 0.1 ▲ 0.2	0.4 0.4	▲ 0.5 ▲ 0.5	0.4 0.2	0.3 0.3	0.1 0.0	▲ 0.3 ▲ 0.3
(うち公需)	0.1	0.0	0.0	0.2	0.0	0.0	▲ 0.0
外需寄与度	▲ 0.3	0.0	0.1	0.1	▲ 0.2	0.5	0.5
民間最終消費支出	▲ 0.6	0.5	▲ 0.8	0.7	0.1	0.1	▲ 0.3
民間住宅	1.7	1.2	▲ 0.4	▲ 0.3	5.0	2.3	2.4
民間企業設備	▲ 1.0	0.8	1.2	▲ 0.7	▲ 0.1	0.0	▲ 0.6
民間在庫品増加(寄与度)	0.3	0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	0.1	▲ 0.1	▲ 0.1
政府最終消費支出	0.4	0.3	0.6	0.9	▲ 0.3	0.4	0.2
公的固定資本形成	0.6	▲ 1.2	▲ 3.4	0.0	2.3	▲ 0.7	▲ 1.0
財貨・サービスの輸出	▲ 4.2	2.6	▲ 1.0	0.1	▲ 1.5	2.0	2.4
財貨・サービスの輸入	▲ 2.5	2.4	▲ 1.2	▲ 0.6	▲ 0.6	▲ 0.6	▲ 0.3
名目GDP (前期比年率)	▲ 0.1 ▲ 0.5	0.8 3.2	▲ 0.3 ▲ 1.2	0.8 3.0	0.1 0.6	0.2 0.8	▲ 0.1 ▲ 0.5
GDPデフレーター(前年比)	1.4	1.7	1.5	0.9	0.7	▲ 0.1	0.2

(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。見直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。