

2017年1-3月期四半期別GDP速報（2次速報値） 発表日：2017年6月8日（木）
～大幅下方修正も、在庫要因が大きい。4-6月期の成長率は上振れの可能性高まる～

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

○ 大幅下方修正だが、在庫要因が大きい

本日内閣府から公表された2017年1-3月期の実質GDP成長率（2次速報）は前期比年率+1.0%（前期比+0.3%）と、1次速報の前期比年率+2.2%から大幅に下方修正された。小幅上方修正を見込む向きが大勢を占めていた（コンセンサスは前期比年率+2.5%、筆者予想+2.3%）が、実際には予想外の下方修正となり、修正幅もかなり大きかった。

予想下振れの主因は在庫投資で、前期比年率の寄与度が1次速報段階の+0.4%Ptから、2次速報で▲0.6%Ptへの大幅下方修正となっている。事前予想では1次速報並みと見込まれていたため、今回の下振れに繋がった。今回のGDPの下方修正幅である1.2%Ptのうち1.0%Ptが在庫によって説明可能である。ただ、在庫の下振れは先行きの成長率にとってはむしろプラスになり得るものであり、必ずしもネガティブに受け止める必要はないだろう。実際、4-6月期については在庫投資が大幅なプラス寄与になることがほぼ確実な情勢だ。在庫投資のうち、原材料在庫と仕掛品在庫についてはGDPの1次速報段階で仮置きが行われるのだが、内閣府が発表している4-6月期の仮置き値がかなり高く、単純計算で4-6月期の成長率を前期比年率+1.5%Pt程度押し上げることになる。1-3月期が下方修正された分、4-6月期の成長率が相当程度押し上げられる可能性が高まっていることに注意が必要だろう。1-3月期と4-6月期の成長率については均してみた方が良さそうだ。

在庫投資以外の需要項目は、大きな変更はみられない。法人企業統計の結果を受けて設備投資が前期比+0.6%（1次速報段階+0.2%）へと小幅上方修正された一方、1次速報後に公表された基礎統計の結果を反映して個人消費が前期比+0.3%（同+0.4%）へと小幅下方修正されている。また、住宅投資、政府消費も小幅下方修正である。もっとも、全体的に修正は小幅なものにとどまっており、特に意外感はない。実際、GDPから在庫の影響を除いた最終需要でみると前期比年率+1.6%と、1次速報段階の前期比年率+1.7%からほとんど変化はみられない。

このように、今回の2次速報では、表面上の数字としては大幅下方修正だったが、もっぱら在庫によるものであり特に懸念する必要はない。1-3月期が下方修正された分、4-6月期の成長率は上振れが見込まれる点にも注意が必要だ。こうした在庫による攪乱を除けば、日本経済が輸出主導で着実に回復しているという構図に変化はみられない。今回のGDP下振れを受けても、特に景気に対する評価を変更する必要はないだろう。

先行きについても、輸出の増加が続く可能性が高いことに加え、景気対策効果の顕在化によって公共投資も増加が予想される。設備投資についても、企業収益の持ち直しや景況感の回復を受けて増加が期待できる。景気は今後も着実な回復傾向を続ける可能性が高い。

○ 需要項目別の動向

設備投資は前期比+0.6%と、1次速報段階の前期比+0.2%から小幅上方修正された。これは法人企業統計の結果を受けたもの。上方修正後も設備投資の伸びは小幅であることは変わらないが、16年10-12月期に

前期比+1.9%と高い伸びだった反動が出ている面があることを踏まえると、底堅いと評価可能だろう。実際、1-3月期の設備投資を前年比で見ると+3.6%と明確にプラス圏にあり、16年10-12月期の+3.3%からも伸びを高めている。設備投資は緩やかな増加傾向にあると判断して良い。また、足元では企業収益が明確に改善、景況感もはっきり持ち直しており、設備投資が増加する環境は整っている。先行きは企業の投資意欲が増し、設備投資の持ち直し傾向が強まる可能性が高いと予想している。

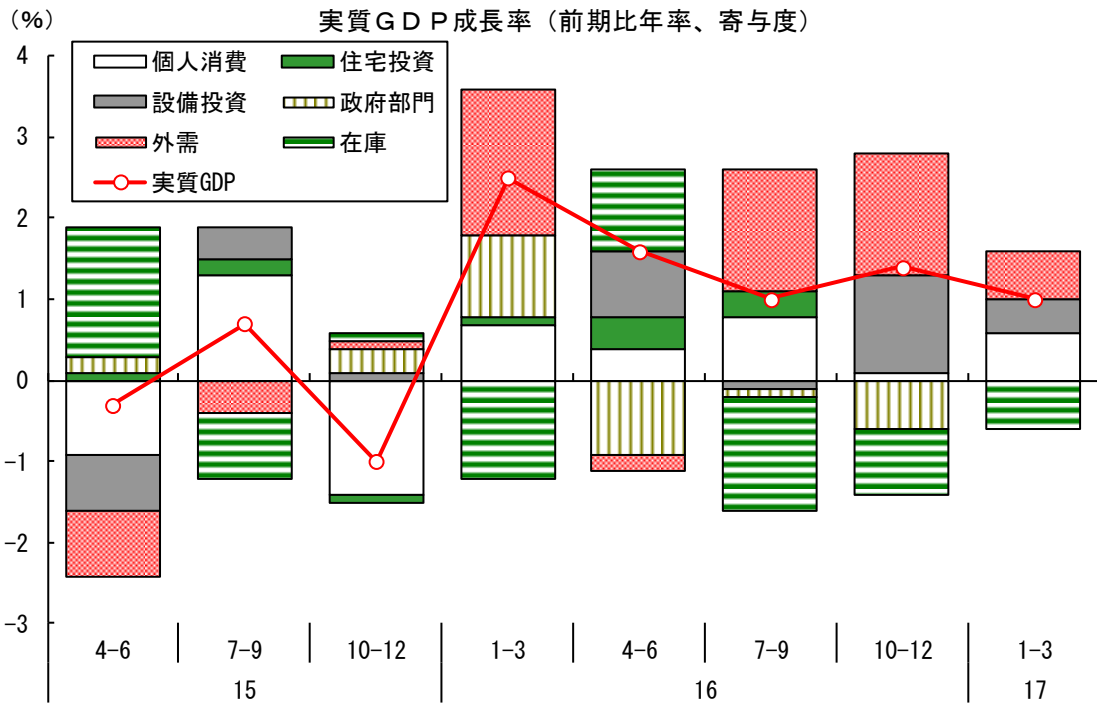
在庫投資は前期比寄与度▲0.1%Pt（前期比年率▲0.6%Pt）と、1次速報段階の+0.1%Pt（前期比年率+0.4%Pt）から大きく下方修正された。この在庫投資の下方修正が今回のGDP下振れの主因である。もっとも、在庫調整の進捗は、今期の成長率にとっては押し下げ材料だが、先行きの景気にとっては押し上げ要因になりうるものであり、懸念は不要である。なお、前述のとおり、在庫投資は4-6月期のGDP成長率を大きく押し上げる見込みである。内訳では特に原材料在庫の4-6月期の仮置き値が強いのだが、1-3月期の原材料在庫が極端な減少になっていることを踏まえると、特に無理のある数字ではない。いずれにしても、1-3月期と4-6月期については在庫要因を除いた最終需要でGDPをみた方が良いかもしれない。

公共投資は前期比▲0.1%とほぼ横ばいで、1次速報から変化はなかった。16年度当初予算の前倒し執行の効果が剥落したことで16年7-9月期、10-12月期に大きく落ち込んでいたが、ようやく下げ止まった形である。なお、足元では、公共投資の先行指標である公共工事請負金額（公共工事前払金保証統計）が明確に上向いており、昨年10月に成立した経済対策の効果が顕在化していることが確認できる。進捗ベースでカウントされるGDP統計においても、4-6月期には公共投資が大幅に増加することが期待できる。

図表 実質GDPの推移

	16年				17年	1次速報実績	当社事前予想
	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期		
実質GDP	0.6	0.4	0.3	0.3	0.3	0.5	0.6
(前期比年率)	2.5	1.6	1.0	1.4	1.0	2.2	2.3
内需寄与度	0.2	0.5	▲0.1	0.0	0.1	0.4	0.4
(うち民需)	▲0.1	0.7	▲0.1	0.1	0.1	0.4	0.4
(うち公需)	0.3	▲0.2	0.0	▲0.1	0.0	0.0	0.0
外需寄与度	0.5	▲0.1	0.4	0.4	0.1	0.1	0.1
民間最終消費支出	0.3	0.2	0.4	0.0	0.3	0.4	0.4
民間住宅	1.2	3.1	2.6	0.2	0.3	0.7	0.7
民間企業設備	▲0.1	1.3	▲0.2	1.9	0.6	0.2	0.4
民間在庫変動(寄与度)	▲0.3	0.3	▲0.3	▲0.2	▲0.1	0.1	0.1
政府最終消費支出	1.4	▲1.2	0.2	0.0	0.0	0.1	0.1
公的固定資本形成	▲0.3	0.7	▲1.3	▲3.0	▲0.1	▲0.1	0.3
財貨・サービスの輸出	0.5	▲1.4	1.9	3.4	2.1	2.1	2.1
財貨・サービスの輸入	▲2.0	▲1.1	▲0.2	1.3	1.4	1.4	1.4
名目GDP	0.9	0.2	0.1	0.4	▲0.3	0.0	0.0
(前期比年率)	3.7	0.8	0.3	1.6	▲1.2	▲0.1	0.0
GDPデフレーター(前年比)	0.9	0.4	▲0.1	0.0	▲0.8	▲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」