



SHINSEI BANK

Shinsei Economic Report

2016年5月11日
新生銀行 金融調査部
MRFRD-20160003

日本経済の現状分析と1-3月期 GDP 見通し

【要旨】

本稿では今後の日本経済を見るうえでポイントとなる1-3月期のGDP、平成28年熊本地震が生産に与える影響、消費増税が延期された場合の定量的なインパクトを分析したい。

まず1-3月期のGDPは消費の弱さから▲0.1%（年率▲0.5%）を見込む。仮にうるう年効果でプラスとなったとしても、うるう年効果を除いたベースではマイナスとなる公算が大きい。このため、5月18日以降、追加の経済対策が求められることとなろう。

熊本地震の影響により、自動車に8万台の減産の影響が出ており、これは2月の減産規模に匹敵するとみられ、4月の生産を1.2%程度押し下げよう。この結果、4月の生産はマイナスになる公算がある。

弊部では増税の実施を見込んだ実質GDPは2016年度の+0.63%、2017年度に▲0.29%とみている。仮に増税が延期されれば平均1%台のプラス成長が続く（2016年度に+0.61%、2017年度に+1.32%）とみている。

1-3月期のGDPは
マイナス成長へ

震災で4月は減産か

増税なければ今後2
年度で平均1%成長
へ

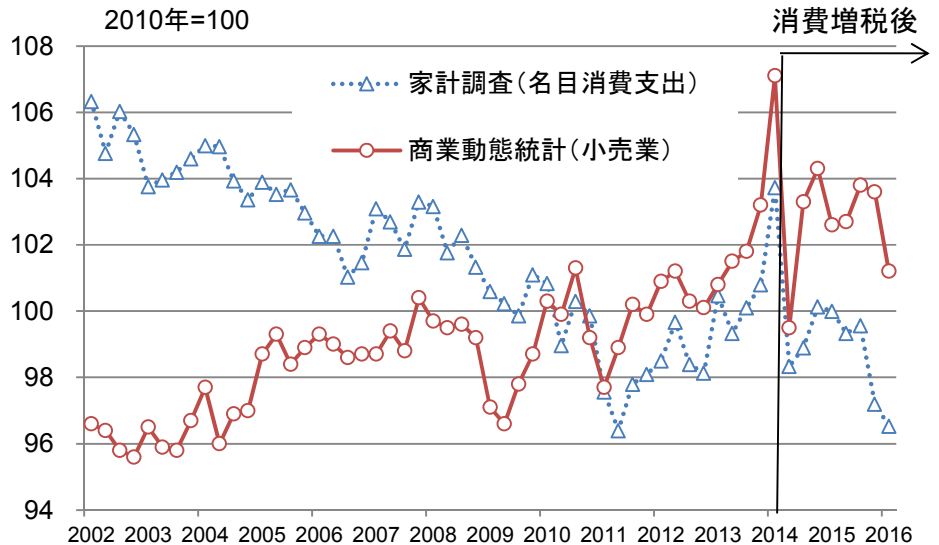
平成28年熊本地震で被災された方々、関係者の皆様に心よりお見舞い申し上げます。被災者の方々の生活再建、被災地の復旧・復興が一日も早く進むことを祈念いたします。

1. 2016年1-3月期のGDP予想

2016年1-3月期の経済の動きを振り返ると、消費の低迷を背景にさえない展開となった。ここでは消費、外需の動きを振り返った上でGDPの予想を述べておきたい。

(1)消費 2016年1-3月期の家計調査(名目・季節調整済)で96.5(前期比▲0.7%)となり、東日本大震災直後の2011年4-6月期の96.4とほぼ同程度まで落ち込んだ(図表1)。

**図表1 2016年1-3月期は供給側の統計でも悪化:
家計調査・商業動態の推移、(2002年Q1~2016年Q1)**



(出所) 総務省、経済産業省、新生銀行 金融調査部作成。

家計調査は東日本大震災時なみに落ち込み

これまで堅調だった供給側の指標にも波及

内訳をみると、住居(同▲6.7%)、光熱・水道(▲0.8%)、教養・娯楽(▲0.5%)が消費を押し下げる格好となった。一方、同期の商業動態調査(小売業、名目・季節調整済)も軟調で101.2と前期から▲2.3%の大幅な落ち込みとなった。項目別にみても軒並み下落している。原油価格の下落と暖冬の影響で燃料小売業が▲8.0%の下落。同▲1.8%となった衣料関係は暖冬の影響といわれるものの、消費が強ければ衣料を買わない代わりに他の支出を増やす公算が大きい。そうした代替が起きていないということは、消費の軟調さを示唆している。

消費の統計を巡っては様々な議論があり、2014年Q2以降、昨年末までの消費の動きは需要側(財・サービスを購入する側、家計)の統計の代表である家計調査で弱い動きとなっている一方、供給側(財・サービスを提供する側、販売店・企業側)の商業動態統計(小売業)は堅調に推移してきた(図表1)。

増税前の駆け込み需要がどの程度であったかは不透明であるが、例えば2013年10-12月期は家計調査で100.8、商業販売で103.2であった。2014年1-3月期の大幅な伸びと同4-6月期の大幅な落ち込の後、2014年Q2から2015年Q4までの商業販売は平均で103.4程度とほぼ増税前の水準を回復した。しかし、同じ期間の家計調査は99.2と増税前の水準を若干下回ったままで推移している。同じ期間に雇用は大幅に改善していることを考えると、消費の弱さが際立つ。

雇用が改善しても消費は低迷

内閣府が公表する GDP のうち、金融市場で注目度の高い四半期ごとの GDP 速報 (QE) では弱い家計調査が考慮される一方、より正確に消費の実態を表すとみられる GDP の確報ベースでは堅調な動きを示す商業動態調査などの供給側の動きのみが考慮されている。経済政策の判断や金融市場の判断は、確報よりも QE の影響力が大きくなっているのが現状であろう。

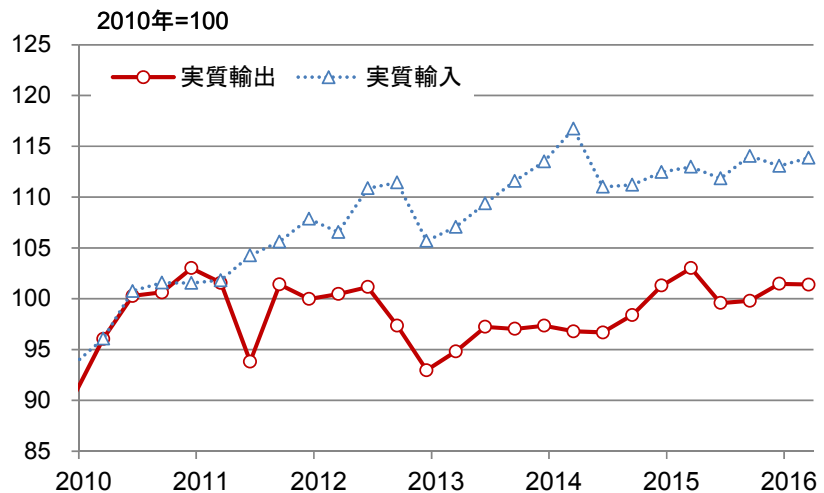
消費の基調は弱いとの判断を変えず

以上は名目ベースでの議論であるが、物価を考慮した実質ベースでみた 2016 年 1-3 月期の家計調査 (実質) は +0.6% とプラスに転じたものの、前期の落ち込み (2015 年 10-12 月期の落ち込みは ▲2.1%) の若干の反動増の範囲内とみており、基調は弱いままとみている。

円高でも輸出は横ばい、輸入は減少

(2) 外需 2016 年 1-3 月期は昨年末の 1 ドル 120 円台から 110 円台前半に急激に円高が進んだが、同期の実質輸出 (図表 2) は 101.4 とほぼ横ばい (前期比 ▲0.1%)、実質輸入は 113.9 (同 +0.7%) の増加となった。

図表 2 実質輸出入の推移 (2010年Q1~2016年Q1)



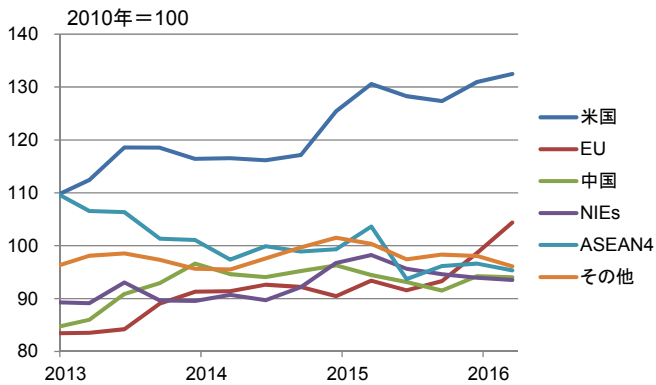
(出所) 日本銀行、新生銀行 金融調査部作成。

欧米は堅調、中国の影響はアジア向けにみられる

地域別 地域別の実質輸出をみると (図表 3)、欧米向けが好調な一方、アジア向けが低迷している。1-3 月は EU 向けが +5.9% と好調さを維持し、2015 年 3Q +1.9%、4Q +5.7% と 3・四半期連続でのプラスの伸びとなった。米国向けは +1.2% と前期の +2.8% よりはプラス幅を縮小したものの依然として緩やかな伸びが続いている。中国向けは 1-3 月期が ▲0.2% とほぼ横ばいであった。一見すると中国向け輸出は減少したものの、本年初よりグローバルの金融市場の動揺の一因となり、米国の 3 月利上げの見送りの主因となったとされる割には今のところ実体経済での直接的な影響は確認できていない様にもみえる。もっとも中国向けの輸出は 2015 年 1-3 月期以降の 5・四半期の内、4 つの期でマイナスとなっており、低迷は否めない。

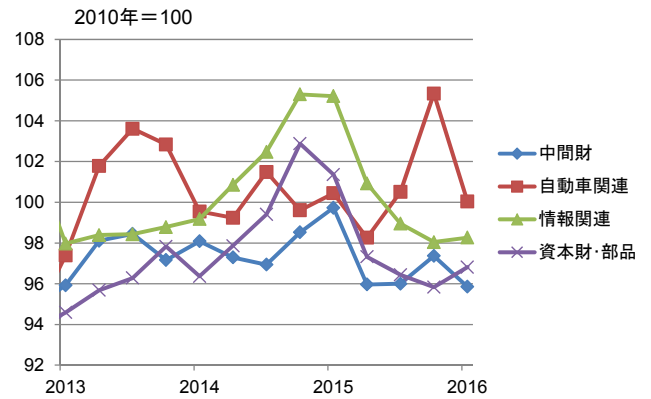
また中国経済の影響を大きく受けるといわれるアジア諸国をみると、NIEs 向けは 1-3 月期が ▲0.5% となり、これで 4・四半期連続のマイナスとなり、▲1.3% となった ASEAN4 向けと合わせると、やはり中国経済の影響は大きいと言えよう。

図表 3 地域別にみた実質輸出の推移 (2013年Q1～2016年Q1)



(出所) 日本銀行、新生銀行 金融調査部

図表 4 財別にみた実質輸出の推移 (2013年Q1～2016年Q1)



(出所) 日本銀行、新生銀行 金融調査部

けん引役だった自動車が減速

財別 財別にみると (図表 4)、1-3 月期の自動車関連は 100.0 となり、前期比▲5.0%の大幅な落ち込みとなった。一方、情報関連 (前期比+0.2%)、資本財・部品関連 (+1.0%) はプラスの伸びとなった。情報関連、資本財・部品関連の輸出は 2015 年を通じて減少していた。2014 年は情報関連および資本財・部品関連が好調で、2015 年は自動車がけん引役であった。情報関連および資本財・部品関連は似た動きを示す傾向がある。情報関連では世界的なスマートフォンの売上減速に関する見方が強まっているが、直近足元のプラスの伸びが継続するかが注目される。

2・四半期連続のマイナス成長を見込む

(3)GDP 5月18日に実質 GDP (一時速報) が公表される。消費の弱さは供給側の統計でも現れるようになっており、▲0.1%と微減を見込む。輸出は上記でみた財以外のサービスの動きも考慮して+0.2%の微増とした。また、年度計画対比遅れている設備投資でも消費の低迷を背景に実行が手控えられ、+0.2%を見込んだ。この結果、実質 GDP では▲0.1% (年率▲0.5%) となると見込んでいる。

図表 5 2016年1-3月期のGDP予想

		1	2	3	4	5	6
		実質GDP	実質GDP	実質最終消費支出	実質民間企業設備投資	実質財貨・サービスの輸出	実質財貨・サービスの輸入
		前期比年率 (%)	前期比 (%)	前期比 (%)	前期比 (%)	前期比 (%)	前期比 (%)
実績 ↓	2015Q1	4.6	1.1	0.2	2.9	2.1	1.9
	2015Q2	▲1.4	▲0.4	▲0.8	▲1.1	▲4.6	▲2.5
	2015Q3	1.4	0.3	0.4	0.7	2.6	1.3
	2015Q4	▲1.1	▲0.3	▲0.9	1.5	▲0.8	▲1.4
予測	2016Q1	▲0.5	▲0.1	▲0.1	0.2	0.2	0.3

(出所) 内閣府、経済産業省、総務省、日経NEEDS等より新生銀行 金融調査部作成。予測は新生銀行 金融調査部。

本年が4年に1回のうるう年であるため、2月のカレンダーベースの日数が1日多く、GDP統計ではこの分が調整されないため、市場予想は弊部の予想よりも幾分高い数字となるとみている。もっともうるう年効果を除いたベースではマイナスという姿には変わりがなく、今後なんらかの経済対策の議論が盛り上がる公算が大きいとみている。

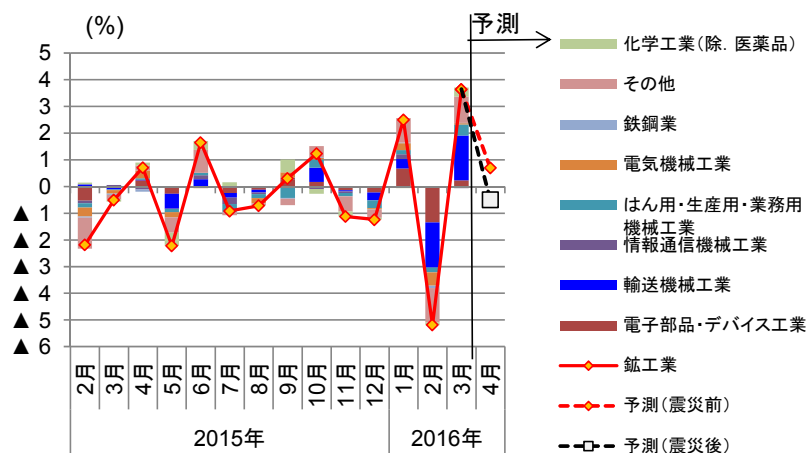
2. 平成 28 年熊本地震の影響

(1) 生産への影響見通し

4月14日以降に発生した平成28年熊本地震の影響で、大分県や九州地域だけでなく、サプライチェーンの影響により全国の生産にも影響を及ぼす懸念がある。参考までに2月の自動車工場事故を受けた自動車の減産台数は9万台程度と見込まれ、鋳工業生産でみた自動車生産の寄与度は2月▲1.7%、3月+1.7%とV字回復となった(図表6)。その後も製造工業予測調査の内、自動車関連(輸送機械工業)の伸び(前月比)は4月も+9.6%とプラスの伸びが継続することが見込まれていた。同調査の調査時点は3月末時点であり、熊本地震の影響は含まれていない。報道では今回の地震の影響は8万台の減産になるとみられており、2月の減産とほぼ同程度となるとみられる。自動車以外の業種でも相応の影響が見込まれよう。

製造工業予測調査では、4月の製造工業全体では+2.6%(前月比)が見込まれていたが、過去の予測調査が下方修正される傾向を踏まえた弊部見通しは+0.7%(同)。ここから自動車が2月と同程度の減産になると仮定すると、生産を1.2%押し下げでマイナス圏(▲0.5%)に沈むとみられる。もっとも5月以降は、3月の急回復にみられた様にV字回復に向かう可能性もあり、今後の展開を注目したい。

図表6 鋳工業生産の実績・見通し(2015年2月~2016年3月は実績、2016年4月は予測)



(出所) 経済産業省、各種報道より新生銀行 金融調査部作成。予測は新生銀行 金融調査部。

(2) インバウンドへの影響見通し

地震がマクロ経済に与える影響としては、海外から日本への観光客の減少、インバウンド消費の減少が考えられる。海外から日本への観光客(2015年、年間)のうち、都道府県別の消費額が日本全体に占める割合は、九州全体10.8%、熊本県0.4%、大分県1.0%。2015年のインバウンド消費は3兆円程度とみられる。九州全体ではその10%で3,000億円、日本の消費全体の0.1%程度に相当する見込みである。もっとも金額は大きいとはいえないものの最近の雇用では飲食店などのインバウンド需要対応とみられる業種で好調さが伺えており、今後の影響が注目される。

2月の減産を3月で取り返した自動車生産

震災発生前の4月生産は+0.7%見通し。震災で0.5%の減産の可能性

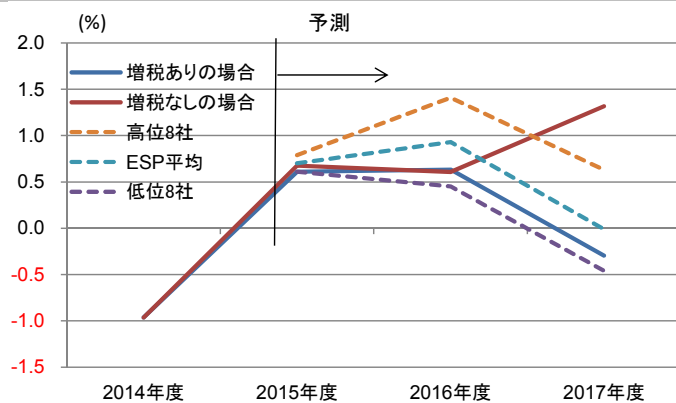
規模は3,000億円程度であるが、雇用情勢への影響には注視

3. 消費増税がない場合の経済・物価見通し

足元での消費の弱さや、雇用環境が好調な割に物価の押し上げ圧力が小さいことから、来年4月に予定されている消費税の8%から10%への引き上げ時期の先送りが議論されている。弊部では消費増税が予定通り実施されること基本シナリオとしているが、仮に消費税が先送りされた場合のインパクトを試算した。それによると、実質 GDP は2016年度の増税ありの場合で0.63%→増税なしの場合で0.61%、2017年度は同様に▲0.29%→+1.32%となった（図表7）。個人消費は2016年度が駆け込み需要が発生しなくなることから+0.40%→+0.13%となる一方、2017年度は増税前の駆け込み需要による反動減に加えて、消費増税による恒久的な所得の押し下げ効果がなくなることから、▲1.9%→+1.0%と大幅なプラスになると見込んだ。

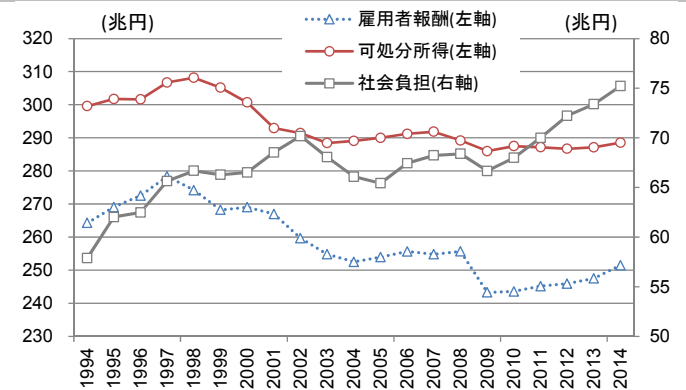
増税見送りなら平均1%成長へ

図表7 実質 GDP の見通し(2017年度の消費増税による場合分け) (2014年度実績、2015~2017年度は予測)



(出所) 内閣府、ESP フォーキャスト調査(2016年4月)、新生銀行 金融調査部。予測のうち、増税あり・なしの場合は新生銀行 金融調査部の予測、それ以外はESP フォーキャスト調査。(注)高位8社(低位8社)は、ESP フォーキャスト調査の内、高い8社(低い8社)の平均値。

図表8 雇用者報酬の増加の一方、社会負担増で可処分所得はほぼ横ばい (1994暦年~2014暦年)



(出所) 内閣府、新生銀行 金融調査部

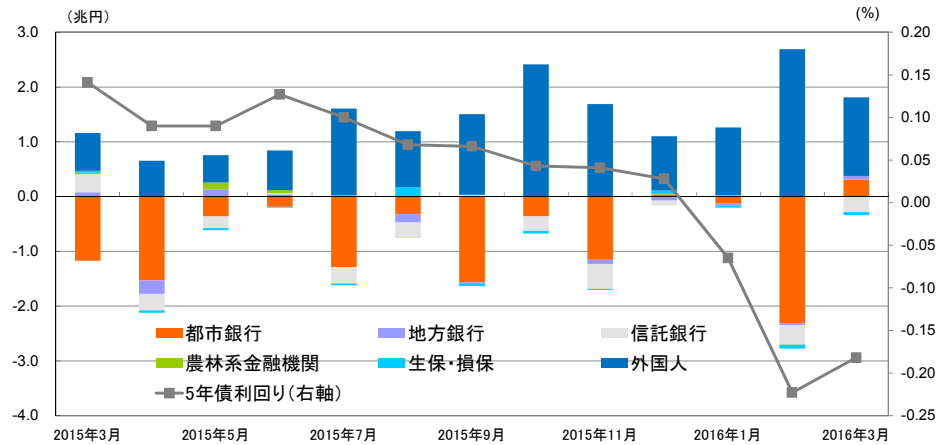
雇用者報酬 8兆円増加でも社会保険負担増(8兆円)が相殺

2014年度の1年の消費増税の負担は5年分の社会保険負担増に匹敵

2014年4月の消費増税(5%→8%)時の負担増は年間8兆円程度とみられるが、一方でベースアップが実現するなど所得も増えている。この大きさをみるために雇用者報酬と可処分所得の動きをみると(図表8)、雇用者報酬は2009暦年の243.3兆円から2014暦年に251.5兆円(+8.2兆円)となる一方、同期間の可処分所得は286.0兆円→288.5兆円(+2.5兆円)の増加にとどまっている。主因は社会保険料の負担を中心とする社会負担の増加(66.7兆円→75.2兆円)で、8.6兆円の増加となっている。この背景には2004年の年金改革により、2004年10月から厚生保険料率が0.354%ずつ引き上げられ、2017年度以降は18.30%とすることが挙げられよう。これは消費税ほど明確ではないが、確実に可処分所得の押し下げ要因となる。また、可処分所得には消費税の負担分は含まれていない。消費増税により、2009年から2014年の5年間で起きていた負担増(8兆円)が2015年度の1年度で現れていることに相当し、その後も継続的に家計の消費の負担となっている。こうしたことが現在の消費の低迷の背景にある可能性がある。(伊藤 篤、宮地舟人)

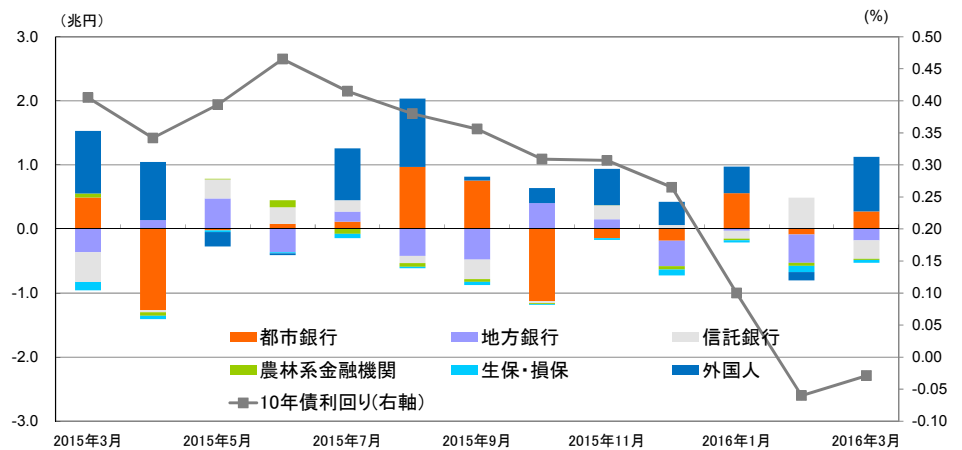
<参考> 国債投資家別売買動向

図表 9 中期債 (2014年12月～2016年3月)



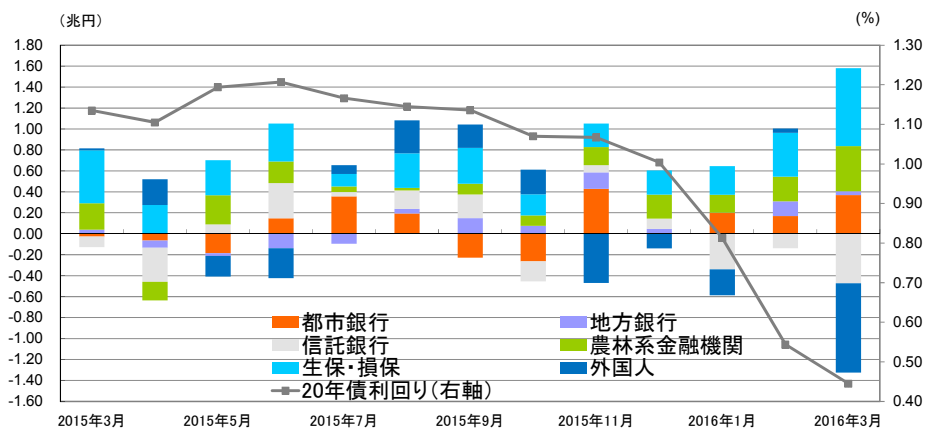
(出所) 日本証券業協会、新生銀行 金融調査部

図表 10 長期債 (2014年12月～2016年3月)



(出所) 日本証券業協会、新生銀行 金融調査部

図表 11 超長期債 (2014年12月～2016年3月)



(出所) 日本証券業協会、新生銀行 金融調査部

＜2016年5月 主な行事日程＞

日付	国	イベント	日付	国	イベント	
5月12日	日本	30年債入札	5月23日	日本	貿易収支	
		国際収支			欧州	製造業PMI
		景気ウォッチャー調査				AfDB(アフリカ開発銀行)年次総会(～27日)
13日	日本	黒田日銀総裁講演	24日	独	ZEW景況感指数	
	欧州	GDP(速報値)		米国	新築住宅販売件数	
	米国	小売売上高	25日	独	IFO景況感指数	
17日	日本	5年債入札	26日	日本	40年債入札	
	米国	CPI			G7伊勢志摩・サミット(～27日)	
		住宅着工・許可件数	27日	日本	耐久財受注	
		鉱工業生産			米国	CPI
18日	日本	GDP(一次速報)	31日	日本	2年債入札	
	米国	FOMC議事録			鉱工業生産	
19日	日本	20年債入札	欧州	欧州	CPI	
		機械受注			米国	ケースシラー住宅価格指数
20日	日本	公社債投資家別売買高	米国	米国		消費者信頼感指数
		G7財務大臣・中央銀行総裁会議(～21日)				
	米国	中古住宅販売件数				

(出所) Bloomberg、各種資料より新生銀行 金融調査部作成

<2016年6月 主な行事日程>

日付	国	イベント	日付	国	イベント
6月1日	日本	通常国会期末	6月15日	日本	日銀金融政策決定会合(～16日)
	中国	製造業PMI		米国	鉱工業生産
	米国	ISM非製造業	16日	日本	黒田日銀総裁会見
2日	日本	10年債入札		米国	経常収支
	欧州	ECB会合			CPI
3日		OPEC定例総会	17日	米国	住宅着工・許可件数
	日本	毎月勤労統計	20日	日本	貿易収支
	米国	雇用統計			
		貿易統計	21日	日本	日銀金融政策決定会合議事要旨
		ISM非製造業		独	ZEW景況感指数
7日	日本	製造業受注	22日	米国	中古住宅販売件数
		30年債入札	23日	日本	20年債入札
	欧州	景気動向指数			
8日	日本	GDP(改定値)		欧州	製造業PMI
		国際収支	24日	米国	新築住宅販売件数
		景気ウォッチャー調査		英国	EU離脱を問う国民投票
	GDP(二次速報)		独	IFO景況感指数	
	中国	貿易統計	米国	耐久財受注	
9日	日本	5年債入札	28日	日本	2年債入札
		機械受注		米国	GDP(確報値)
	中国	CPI・PPI			ケースシラー住宅価格指数
		ASEM財務大臣会合(～10日)			消費者信頼感指数
14日	米国	FOMC会合(～15日)	30日	日本	鉱工業生産
		小売売上高		欧州	CPI

(出所) Bloomberg、各種資料より新生銀行 金融調査部作成

- この資料の無断での複写、転写、転載、改竄、頒布または配布は、形式の如何を問わず、厳しく禁止されています。
- この資料は、情報の提供を唯一の目的としたもので、特定の金融商品取引又は金融サービスの申込み、勧誘又は推奨を目的としたものではありません。
- この資料に述べられている見通しは、執筆者の見解に基づくものであり、弊行の売買・ポジションを代表した公式見解ではありません。
- この資料は公に入手可能な情報・データに基づくものですが、弊行がその正確性・完全性を保証するものではなく、その内容を随時変更することがあります。
- この資料に述べられている見通しは実際の市場動向とは異なる可能性があり、今後の推移を弊行ならびに執筆者が約束するものではありません。
- 金融商品取引を検討される場合には、別途当該金融商品の資料を良くお読みいただき、充分にご理解されたうえで、ご自身の判断と責任においてお取引をなさるようお願いいたします。
- 金融商品によっては所定の手数料等をご負担いただく場合があります。また金融商品によっては証拠金や担保をご提供いただく場合があります。なお、具体的な金融商品が定まっていないため、現時点では手数料・証拠金・担保等の額または計算方法およびその比率をお示しすることはできません。
- 金融商品によっては、金利水準、為替相場、株式相場等の金融商品市場における相場その他の指標にかかる変動により、お客様に損失が生じることがあり、またこの損失がお客様からご提供いただいた証拠金・担保(もしあれば)の額を上回るおそれがあります。
- 商号等／株式会社新生銀行 登録金融機関 関東財務局長(登金)第10号。
加入協会／日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会