



1-3 月期 GDP 年率 2%超予想:賃金動向は前回物価上昇時よりも改善

- 5月18日公表予定の1-3月期の実質GDPは年率2.5%(前期比0.6%)と高い成長を見込む。
- 輸出・生産の好調さに加えて、雇用が逼迫している消費も高めの伸び。
- 基本給(所定内賃金)を3つの要因に分解すると、3つの要因とも押し上げに転じている。
- 「人手不足」や、「需給ギャップのプラス転換」だけで引き締め転じるとデフレに陥るリスクがある。

経済の現状判断 5月18日に内閣府は1-3月期の実質GDPを公表する予定となっている。当部は、実質GDP(季節調整済み・前期比)が0.6%増(図表1、1行目)、年率では2.5%増の高成長となったと見込んでいる。前期比0.6%の内訳は、内需が0.3%増、外需が0.3%増と内外にバランスの良い成長となったと見込んでいる(同1、2・12行目)。

企業部門 昨年後半からの生産と輸出の好循環が継続、在庫循環も順調に進展して1-3月期の在庫はGDPを押し上げたと思われる。もっとも企業収益の改善等によって期待される設備投資はなかなか伸びず、1-3月期もマイナスとなって、一進一退の動きが継続しているとみている。

家計部門 失業率が3%を割り込んだことを受けて、「人手不足」という指摘が非常に多くなった。こうした雇用環境もあってか、消費は2016年Q1(前期比0.4%)以来の高い伸びとなったとみられる。もっとも後述の通り消費の水準は2012年までのトレンドを大幅に下回っており、依然として低迷している。企業部門では輸出・生産の増加が企業収益に、家計部門では雇用の増加が賃金の増加までは到達しているものの、それぞれ設備投資と消費の伸びが力強さを欠くことからGDPデフレーターがマイナスとなる見込み。アベノミクスと海外経済の回復により、2014年4月の消費増税後の落ち込みから弱々しい回復をみせているものの、緩やかな政策が必要な状況は変わっていない。

図表1 1-3月期のGDPは内外バランス良く前期比0.6%増を見込む

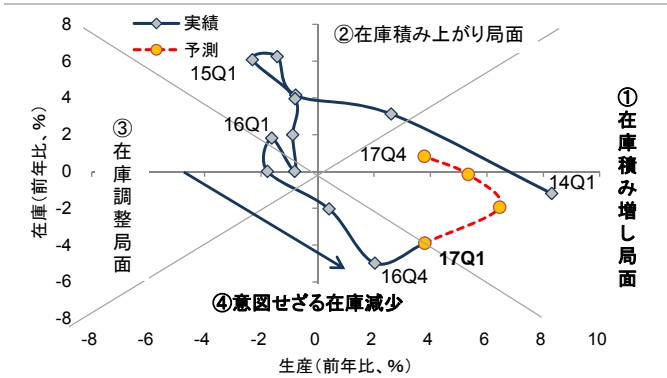
系列名	単位	四半期					
		実績	実績	実績	実績	実績	予測
		2015年Q4 (期中平均)	2016年Q1 (期中平均)	2016年Q2 (期中平均)	2016年Q3 (期中平均)	2016年Q4 (期中平均)	2017年Q1 (期中平均)
1 実質GDP	前期比(%)	▲0.2	0.5	0.5	0.3	0.3	0.6
2 内需	寄与度(%)	▲0.3	0.1	0.6	▲0.1	0.1	0.3
3 民需	寄与度(%)	▲0.3	▲0.1	0.7	▲0.1	0.1	0.2
4 実質民間最終消費支出	前期比(%)	▲0.6	0.4	0.2	0.3	0.0	0.4
5 実質民間住宅投資	前期比(%)	▲1.0	1.5	3.3	2.4	0.1	0.2
6 実質民間企業設備投資	前期比(%)	0.1	▲0.2	1.4	▲0.1	2.0	▲0.6
7 実質民間在庫品増加	寄与度(%)	0.0	▲0.3	0.3	▲0.4	▲0.2	0.1
8 公需	寄与度(%)	0.1	0.2	▲0.2	0.0	▲0.1	0.1
9 実質政府最終消費支出	前期比(%)	0.7	1.3	▲1.1	0.2	0.3	0.5
10 実質公的資本形成	前期比(%)	▲1.3	▲1.2	1.0	▲0.9	▲2.5	▲0.3
11 実質公的在庫品増加	寄与度(%)	0.0	0.0	▲0.0	▲0.0	0.0	0.0
12 外需	寄与度(%)	0.0	0.3	▲0.0	0.4	0.2	0.3
13 実質財貨・サービスの輸出	前期比(%)	▲0.8	0.9	▲1.2	2.1	2.6	3.1
14 実質財貨・サービスの輸入	前期比(%)	▲0.8	▲1.1	▲1.0	▲0.3	1.3	1.1
15 名目GDP	前期比(%)	▲0.2	0.7	0.4	0.1	0.4	0.5
16 GDPデフレーター	前年比(%)	1.5	0.9	0.4	▲0.1	▲0.1	▲0.3
17 名目雇用者報酬	前年比(%)	1.7	2.6	2.2	2.3	2.2	1.2

(注) 予測は、新生銀行金融調査部による。伸び率等は、当部で計算しているため、公表値と一致しないことがある。

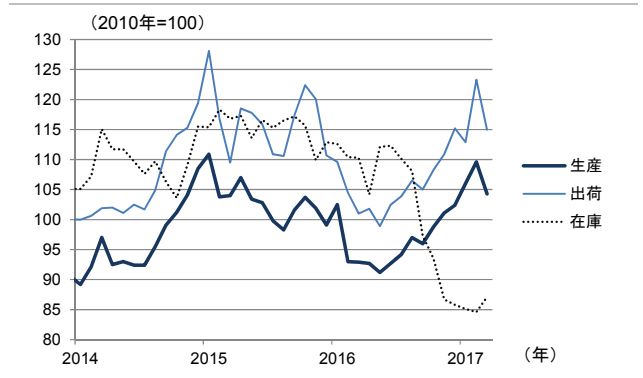
(出所) 内閣府、各省庁のHPより、新生銀行 金融調査部

「意図せざる在庫減少」から「在庫積み増し局面」へ 1-3 月期の鉱工業生産は、前期比で 0.1%増に留まった。輸送用機械(1.0%減)、情報通信工業(6.6%減)が足を引っ張ったものの、電子部品・デバイス(5.8%増)、一般機械(0.6%増)が引き続き堅調であった。次に在庫循環(前年比)を確認しておく(図表 2)、1-3 月期は生産が 3.8%増、在庫が同 3.9%減となり、ちょうど「意図せざる在庫減少」から「在庫積み増し局面」への転換点に到達した模様。在庫を前期比で見ると 2.3%増となり、3・四半期連続で減少していた在庫減少の動きが一旦止まった形となった。動きの大きい電子部品・デバイスの在庫(前期比)が 1.5%増となったものの、Q3・Q4 は二桁台の減少となっていたため、在庫水準は 2016 年Q2 の 112.3 から 2017 年Q1 は 87.1 と依然として低い水準に留まっている(図表 3)。製品在庫の増加により、2017 年Q1の在庫(寄与度)はGDPを0.1%押し上げるとみている(図表 1、7 行目)。

図表 2 局面の変化に到達する在庫循環
(実績:2014 年 Q1~2017 年 Q1、17Q2 以降は予測)



図表 3 電子部品・デバイスの在庫は低水準のまま
(2014 年 1 月~2017 年 3 月)



(注) 予測は新生銀行 金融調査部による

(出所) 経済産業省、新生銀行 金融調査部

(出所) 経済産業省、新生銀行 金融調査部

輸出は 1%→2%→3%と期を追うごとに加速 昨年後半のサプライズは輸出の強さであったが、その強さは継続しているとみている。貿易統計の実質・季調済み値をみると、2016 年 Q2・Q3 の 1.2%増の後、Q4 に 2.0%増、2017 年Q1 に 3.0%増と勢いを増している。主要地域別にみると(図表 4、上段)、1-3 月期の輸出は米国を除いてプラスとなり、対中国向けの輸出が Q4 の 6.7%増に続いて、Q1 も 6.9%増と 7%近い伸びとなった。商品別にみると(図表 4、下段)、スマートフォン関連とみられる電気機器関連の伸びが 2016 年後半から 3%増を維持し、汎用・生産用・業務用機器が 7.5%増と高い伸びを示している。GDPベースの輸出は 3.1%まで伸びを加速させたとみている(図表 1、13 行目)。

図表 4 輸出の高い伸びは継続、アジア向けの電気機械・一般機械が牽引

地域別輸出 (実質季節調整済み、 前期比(%))		世界全体							
		米国向け	アジア向け			EU向け	中東向け		
			中国向け	NIEs向け	ASEAN向け				
2015年	7-9月期	0.3	0.1	0.4	▲0.3	0.1	1.4	3.0	0.5
	10-12月期	1.2	1.2	0.2	1.6	▲1.1	0.6	6.6	8.2
2016年	1-3月期	0.1	1.4	▲0.6	▲0.8	▲1.2	▲2.0	5.1	▲10.7
	4-6月期	1.2	▲1.9	1.3	0.9	2.9	2.8	▲1.1	▲4.9
	7-9月期	1.2	▲0.2	2.4	1.3	3.5	0.8	1.8	▲0.5
	10-12月期	2.0	3.1	4.4	6.7	4.9	3.1	▲4.0	▲7.0
2017年	1-3月期	3.0	▲1.4	2.9	6.9	1.5	2.5	2.6	0.3

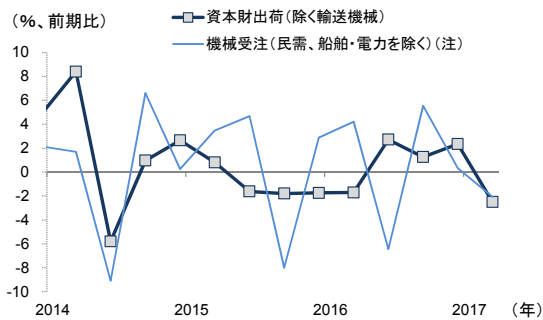
商品別輸出 (実質季節調整済み、 前期比(%))		世界全体									
		食料品	織物製品	金属及び 同製品	化学製品	電気機器	汎用・生産用 ・業務用機器	輸送用機器	うち自動車	その他	
2015年	7-9月期	0.3	3.2	1.5	1.6	▲0.9	▲0.6	▲2.2	4.3	1.9	1.2
	10-12月期	1.2	0.5	4.2	▲1.4	5.4	▲0.6	▲0.6	3.0	5.3	2.3
2016年	1-3月期	0.1	▲3.2	2.2	▲2.4	1.4	1.5	▲2.7	▲1.4	▲3.2	3.4
	4-6月期	1.2	4.6	1.3	▲2.5	1.6	1.4	1.9	0.8	0.2	1.3
	7-9月期	1.2	▲2.4	1.0	1.0	▲0.1	3.0	2.3	0.4	1.3	2.3
	10-12月期	2.0	3.3	▲0.8	▲2.7	▲2.2	3.3	3.2	2.5	0.3	3.3
2017年	1-3月期	3.0	1.0	▲0.6	▲3.3	▲2.1	3.1	7.5	▲1.0	▲0.7	4.9

(出所) 日本銀行、財務省より、新生銀行 金融調査部が推計

設備投資は一進一退の状況か 一方、この様に良好な外部環境に加えて、企業の収益も良好・金融環境も緩和しているものの、設備投資はさえない動きが継続しそうだ(図表 5)。1-3 月期の資本財出荷(除く輸送用機器)が 2.5%減、機械受注(民需、船舶・電力を除く)が 2.1%減(2016 年Q4 の平均に対する 2017 年 1-2 月の平均の伸び率)となった。このため、1-3 月期の設備投資もマイナス(前期比 0.6%減)に落ち込んだとみている(図表 1、6 行目)。

消費はプラスも水準の低さは継続 2017 年Q1 の消費は、家計調査(実質・季調済み)が前期比 1.0%増、実質小売業販売(当部が「全国消費者物価の財」で実質化)が同 0.3%増とプラスとなった(図表 6)。これを踏まえて、Q1 の民間最終消費は 0.4%の伸びを見込んだ(図表 1、4 行目)。

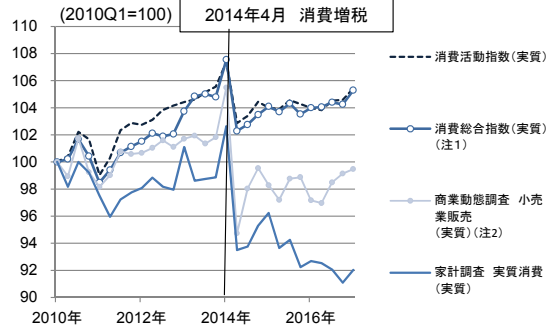
図表 5 一進一退の動きが継続する設備投資
(2014 年 Q1~2017 年 Q1(注))



(注)2017 年Q1の機械受注は、2016 年Q4 の平均に対する 17 年 1-2 月の平均の伸び率。

(出所)内閣府、経済産業省、新生銀行 金融調査部

図表 6 Q1 はプラスも水準としては依然として低水準の消費 (2010 年 Q1~2017 年 Q1(注 1))



(注 1)2017 年Q1の消費総合指数は、16 年Q4 平均に対する 17 年 1-2 月平均の伸び率。

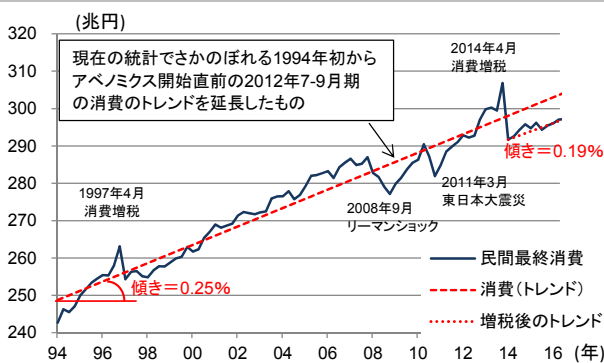
(注 2)小売販売は当部で「全国消費者物価の財」により実質化している。

(出所)各省庁、新生銀行 金融調査部

過去からの消費のトレンド 消費の動きをやや長めに振り返ると、現在の統計でさかのぼれる 1994 年初からアベノミクス開始直前の 2012 年 7-9 月期の民間最終消費の前期比は、平均すると+0.25%の伸びであった(図表 7)。これが消費増税後(2014 年Q4 から 2016 年Q4 の平均)は+0.19%まで伸びが低下している。今後消費の伸びが高まるためには、現在のタイトな労働環境を支えている拡張的な財政・金融政策を継続して賃金上昇を待つことが必要となろう。

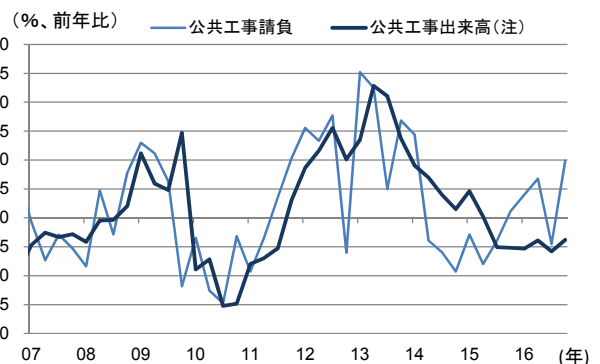
公共事業の発現はこれから 2016 年度補正予算については、既に公共工事請負金額では大幅な伸びとなっているものの、出来高は伴っておらず(図表 8)、GDPのプラス要因に転じてくるのは 4-6 月期以降となると見込んだ。今後、仮に現時点で海外経済の下振れなどのショックが起きたとしても、公共事業の効果を待つとのスタンスになりやすそうだ。

図表 7 民間最終消費の推移
(1994 年 Q1~2016 年 Q4)



(出所)内閣府、新生銀行 金融調査部

図表 8 公共投資の出来高増加は今後の見込み
(2007 年 Q1~2017 年 Q1(注))



(注)2017 年Q1の公共工事出来高は、16 年Q4 平均に対する 17 年 1-2 月平均の伸び率。

(出所)国土交通省、東日本建設業保証株式会社、新生銀行 金融調査部

景気拡大を受けた引き締め議論 最近の論調ではこれまで述べてきた景気の拡大を受けて、「これまでの拡張的な財政・金融政策を、引き締め方向に転換するべきだ」という方向の議論が若干みられる。財政政策では、麻生財務相の「増税ができる環境になってきた」との発言や、教育無償化のためのこども保険も保険料負担の増加、国民負担の増加という引き締めの政策となる。金融政策では、自民党の河野太郎行政改革推進本部長が、「日銀の出口戦略についての議論を始めるべきだ」としている。金融市場では、日銀の長期金利目標の引上時期を議論すべきとの意見がある。

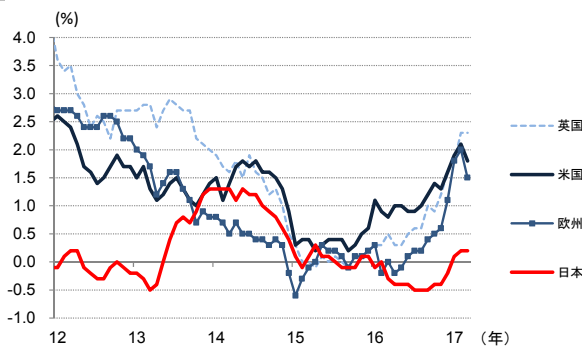
2%の物価目標は政府・日銀で共有する政策 改めて現在のマクロ経済政策の枠組みを確認しておく、政府と日銀の間に2013年の政策協定があり、そこでは政府と日銀が政策連携を強化して、デフレからの脱却を図るとしている。日銀の物価目標は2%であり、昨年(2016年)9月の総括的検証では、物価が過去の実績に引きずられる傾向があると見て、先行きの予想インフレ率ではなく、現実のインフレ率が2%を安定的に上回るまで金融緩和を継続するとしている。足元の各国の物価状況を確認すると(図表9)、2013年～2014年にかけての物価上昇局面では、日本の物価上昇率は欧州を上回り、米国と同程度となる1%台前半まで上昇していた。その後、2016年以降、米欧のインフレ率は上昇しており、これが米国の複数回の利上げ、欧州のテーバリング議論の大きな背景となっている。その中で日本の出遅れが目立っており、まだまだ物価の安定の実現には距離があるというべきであろう。

基本給の改善状況 もっとも、雇用環境は非常に逼迫してきており、賃金の上昇にも反映されつつある。「アベノミクスで雇用が回復した」という指摘に対して、「非正規雇用が増加している」、「正社員の給与は増えていない」、「ボーナスの増加だけで基本給は増えていない」との意見もみられる。そこで労働者全体の基本給(所定内給与)を、①正社員(一般労働者)の基本給の増加、②パートタイム労働者の基本給の増加、③パートタイム労働者比率による影響(パートタイムの方が賃金水準が低いため、仮に正社員・パートタイムの両方の基本給が増加しても、全体の基本給の伸びがマイナスとなることがあるため)と3つに要因分解してみると(図表10)、確かに2014年までは基本給はマイナスを続けていた。しかし、2014年から②のパートタイム労働者の基本給が増え、2014年後半からは①の一般労働者の基本給も増え、最近では③のパートタイム比率が増加しないことにより、3つの要素すべてで所定内賃金を押し上げる方向に作用している。2013年には物価が1%半ばまで上昇したが、基本給の状況からみると、今後賃金の上昇から消費が増加するという好循環が生じる可能性は2013年よりも高まっているといえよう。

緩和政策継続の必要性 現在は労働市場の逼迫が徐々に賃金の伸びへと結びつきつつあるものの、消費の伸びは依然として脆弱である。少なくとも現在の緩和的な政策の継続、物価目標達成のためには追加の財政・金融政策が必要であるといえよう。また、現在の低金利・低インフレの状況では、国債増発による財政政策発動の余地がある。

図表9 各国の物価の推移

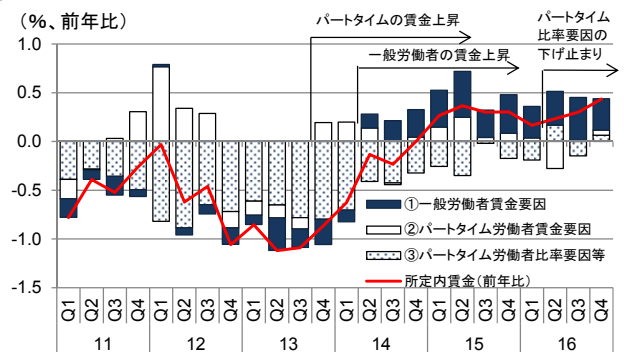
(2012年1月～2017年3月)



(注) 日本はコアCPI(全国、生鮮食品を除く総合、消費増税の影響を除くベース)、米国はPCEデフレーター、ユーロ圏はHICP、英国はCPI。

(出所) Bloomberg、新生銀行 金融調査部

図表10 基本給(所定内賃金)は、3要素すべてが押し上げ方向に変化(2011年Q1～2016年Q4(注))



(注) 日本銀行の資料を参考に、Q1=3～5月、Q2=6～8月、Q3=9～11月、Q4=12～2月としている。

(出所) 厚生労働省、日本銀行より、新生銀行 金融調査部が推計

- 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