

2017年12月8日 全4頁

Indicators Update

2017年7-9月期 GDP 二次速報

民間企業設備の大幅上方修正を受け、前期比年率+2.5%（前期比+0.6%）

経済調査部
エコノミスト 小林 俊介

[要約]

- 2017年7-9月期の実質GDP成長率（二次速報）は前期比年率+2.5%（前期比+0.6%）と、一次速報（前期比年率+1.4%、前期比+0.3%）から大幅に上方修正され、市場コンセンサス（前期比年率+1.5%、前期比+0.4%）も大きく上回った。一次速報からの主な改定内容を需要項目別に見ると、民間企業設備と民間在庫変動の寄与度が大きく上方修正されたほか、政府最終支出、公的資本形成も僅かに上方修正された。一方、民間住宅は僅かに下方修正された。
- 先行きの日本経済は、基調として緩やかな拡大傾向が続く見込みである。個人消費を中心とした内需は回復傾向が続くと同時に、世界経済の拡大を背景とした底堅い外需が日本経済の成長を支えるだろう。ただし、共産党大会後の中国経済の減速懸念や地政学的リスクの高まりなど、外需の下振れリスクには警戒が必要である。また、Fedの金融引締めに伴う米国経済の減速や、新興国からの資金流出などにも一定の注意を払っておく必要があるだろう。

※当社は、12/8（金）に「第195回 日本経済予測（改訂版）」の発表を予定している。

2017年7-9月期GDP(二次速報)

		2016		2017			
		7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	
						一次速報	二次速報
実質国内総生産(GDP)	前期比%	0.2	0.3	0.4	0.7	0.3	0.6
	前期比年率%	0.9	1.4	1.5	2.9	1.4	2.5
民間最終消費支出	前期比%	0.4	0.1	0.4	0.9	▲ 0.5	▲ 0.5
民間住宅	前期比%	3.0	0.2	0.9	1.3	▲ 0.9	▲ 1.0
民間企業設備	前期比%	▲ 0.2	1.5	0.2	1.2	0.2	1.1
民間在庫変動	前期比寄与度%pt	▲ 0.5	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	0.2	0.4
政府最終消費支出	前期比%	0.5	▲ 0.3	0.2	0.2	▲ 0.1	0.0
公的固定資本形成	前期比%	0.3	▲ 2.4	0.3	4.6	▲ 2.5	▲ 2.4
財貨・サービスの輸出	前期比%	2.1	3.0	1.9	▲ 0.1	1.5	1.5
財貨・サービスの輸入	前期比%	0.1	1.3	1.3	1.5	▲ 1.6	▲ 1.6
内需寄与度	前期比寄与度%pt	▲ 0.1	0.0	0.3	1.0	▲ 0.2	0.1
外需寄与度	前期比寄与度%pt	0.3	0.3	0.1	▲ 0.2	0.5	0.5
名目GDP	前期比%	▲ 0.1	0.5	0.1	0.8	0.6	0.8
	前期比年率%	▲ 0.4	1.9	0.3	3.2	2.5	3.2
GDPデフレーター	前年比%	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.9	▲ 0.4	0.1	0.1

(注1) 寄与度は四捨五入の関係上、実質GDP成長率と必ずしも一致しない。

(注2) 前期比、前期比年率は季節調整値、前年比は原系列。

(出所) 内閣府統計より大和総研作成

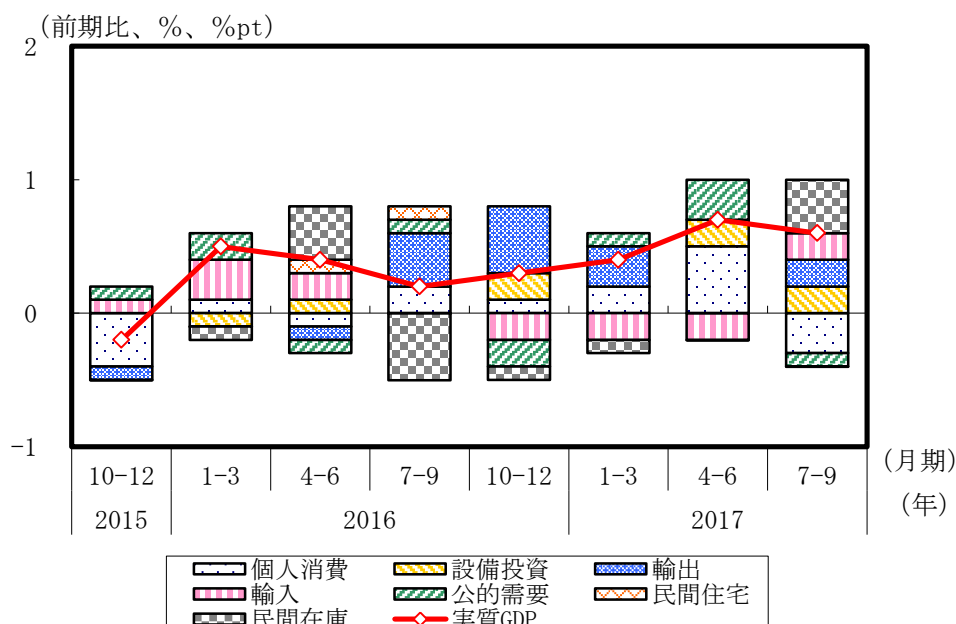
実質 GDP 成長率は一次速報から大きく上方修正され、市場コンセンサスを上回る

2017年7-9月期の実質GDP成長率（二次速報）は前期比年率+2.5%（前期比+0.6%）と、一次速報（前期比年率+1.4%、前期比+0.3%）から大幅に上方修正され、市場コンセンサス（前期比年率+1.5%、前期比+0.4%）も大きく上回った。一次速報からの主な改定内容を需要項目別に見ると、民間企業設備と民間在庫変動の寄与度が大きく上方修正されたほか、政府最終支出、公的資本形成も僅かに上方修正された一方、民間住宅は僅かに下方修正された。

民間設備投資は法人企業統計の結果などを受けて、前期比+1.1%（一次速報：同+0.2%）と大幅に上方修正された。形態別総固定資本形成の推移を確認すると、4-6月期に比較的高い伸びを記録した「住宅」や「その他の建物・建築物」が、反動もあり前期比で減少に転じている。「輸送用機械」は、1-3月期まで堅調な伸びを維持していたが、4-6月期、7-9月期には2四半期連続の減少となった。他方、「その他の機械設備等」は底堅い伸びを維持していることに加え、「知的財産生産物」の伸びも全体の設備投資の増加に寄与した。

民間在庫変動の寄与度は前期比+0.4%pt（一次速報：同+0.2%pt）に増加した。これは一次速報の段階で仮置き値となっていた原材料在庫の寄与度が同+0.2%pt（一次速報：同+0.0%pt）に増加したことを反映している。その他の項目としては、主に直近値の基礎統計の反映等により政府最終消費が同+0.0%（一次速報：同▲0.1%）、公的資本形成は同▲2.4%（一次速報：同▲2.5%）と僅かに上方修正された一方で、民間住宅は同▲1.0%（一次速報：同▲0.9%）と僅かに下方修正された。

実質 GDP と需要項目別寄与度の推移（季節調整済前期比）



(出所) 内閣府統計より大和総研作成

需要項目別動向：消費・公共投資は減少に転じるも、輸出・設備投資が成長牽引

2017年7-9月期（二次速報）の結果に基づいて需要項目別の動向を改めて確認すると、民間最終消費支出は前期比▲0.5%と、5四半期ぶりの減少となった。雇用・所得環境の改善を背景として、消費者マインドは良好な水準にあるものの、8月は東日本を中心に歴史的な長雨になったことや、9月には日本各地に台風が上陸したこと等、天候不順が個人消費の重石になったとみられる。また、4-6月期の好調さ（同+0.9%）の反動という面もあろう。

財・サービス別の動向を見ると、上述した天候要因などを背景として「サービス（前期比▲0.7%）」が落ち込んだものの、「半耐久財（同+0.3%）」「非耐久財（同+0.0%）」は僅かながらも増勢を保った。一方で、2016年以降増加を続けてきた「耐久財（同▲1.2%）」が7四半期ぶりにマイナスに転じたことは特記に値する。2009年以降消費を押し上げてきたエコカー減税・家電エコポイント制度や、消費増税前の駆け込みによる需要先食いの悪影響が緩和し、過去6四半期で耐久財の「買い替え需要」が発生してきたが、この効果がピークアウトに向かいつつある可能性がある。

住宅投資は前期比▲1.0%と、7四半期ぶりに減少した。低水準で推移する住宅ローン金利は引き続き住宅投資の下支え要因となっている。しかし、相続税対策等の押し上げ効果が一服しつつあるほか、価格の上昇が需要を抑制し始めている可能性が示唆される。

設備投資は前期比+1.1%と、4四半期連続の増加となった。過去の輸出拡大等に伴う稼働率の上昇や、人手不足の深刻化が堅調な設備投資の推移の底流にあるとみられる。

民間在庫変動は前期比寄与度+0.4%ptと、5四半期ぶりにプラス寄与となった。内訳を確認すると、原材料在庫が同+0.2%pt、仕掛品在庫が同+0.0%pt、製品在庫が同+0.1%pt、流通品在庫が同+0.1%ptとなっている。

公共投資は前期比▲2.4%と3四半期ぶりの減少となった。2016年度補正予算の執行が4-6月期に集中した（同+4.6%）ことから、7-9月期はその反動が表れたもようだ。また、政府消費については同+0.0%と横ばいであった。

輸出は前期比+1.5%と、2四半期ぶりに増加に転じた。7-9月期の貿易統計を見ると、自動車の落ち込みからEU向け輸出は減少したものの、半導体等製造装置が全体を押し上げたこと等から、米国向け輸出とアジア向け輸出が増加した。一方、国内需要の減少に伴い輸入は同▲1.6%と、5四半期ぶりに減少に転じた。この結果、外需寄与度は前期比+0.5%ptと、2四半期ぶりに大幅なプラスとなった。

なお、輸入物価の落ち着きに伴う交易条件の改善や、緩やかながらも国内における価格転嫁が進展した結果としてGDPデフレーターは2四半期連続で上昇（前期比+0.2%）した。名目GDPは前期比年率+3.2%（前期比+0.8%）と4四半期連続の増加となった。

緩やかな拡大継続が見込まれるが、外需はリスク含み

先行きの日本経済は、基調として緩やかな拡大傾向が続く見込みである。個人消費を中心とした内需は回復傾向が続くと同時に、世界経済の拡大を背景とした底堅い外需が日本経済の成長を支えるだろう。ただし、外需の下振れリスクには警戒が必要である。共産党大会後の中国経済の減速懸念や、朝鮮半島および中東における地政学的リスクの高まりに伴うビジネスセンチメントの悪化や資源価格の高騰は日本経済の成長を下押しする要因となりうる。また、Fedの金融引締めに伴う米国経済の減速や、新興国からの資金流出などにも一定の注意を払っておく必要があるだろう。

まず、個人消費は緩やかながら拡大基調が続くと見込んでいる。労働需給の一段のタイト化に伴う雇用者報酬の増加が個人消費の下支え要因となろう。ただし、人手不足に伴う賃金上昇を、さらなる賃金カーブのフラット化や残業削減によって企業が相殺する方向へ動いた場合、雇用者報酬の増加および消費拡大のペースが鈍る可能性には注意を払っておく必要がある。短期的には10月の天候不順の下押し効果が気がかりだ。さらに、好調に推移してきた新車販売が足下で弱含んでおり、先述した買い替え需要がピークアウトし始めている可能性も示唆される。一部の自動車メーカーが完成検査体制の不備により国内向け車両の出荷を停止していたことと相俟って、耐久財消費の増勢に水を差す公算が大きい。

住宅投資の増勢は一服し、高原状態から緩やかに減速するとみている。低水準で推移する住宅ローン金利は引き続き住宅投資の下支え要因となろう。しかし、相続税対策等の影響による押し上げ効果が剥落し、徐々にその反動が表れる可能性には注意が必要だ。

設備投資は緩やかな増加を予想する。製造業においては、世界経済の回復がもたらす輸出拡大により稼働率は上昇傾向にある。ただし能力増強のための設備投資意欲は必ずしも強くない。むしろ老朽化した既存の維持・補修関連投資が中心的な牽引役を担う公算が大きいとみている。また、人手不足に対応した合理化・省人化投資は息の長い拡大基調を維持するだろう。加えて、収益性の向上を目的とした増加傾向にある研究開発投資についても、企業のフリーキャッシュフローの改善等にも支えられる形で今後も設備投資の押し上げ要因となる見込みだ。

公共投資については、2016年度補正予算の押し上げ効果が徐々に剥落してくることで、高水準ながらも緩やかに減少していくことが見込まれる。

輸出に関しては、海外経済が緩やかな成長を続ける中で底堅く推移するとみているが、下振れリスクには警戒が必要である。米国では、Fedが金融引締めを着実に実行し続けている。既に日本の米国向け輸出の主力製品である乗用車の現地需要にピークアウト感が見られる中、金融引締めが米国経済の下押し圧力となる可能性がある。また、Fedの金融引締めに伴う新興国からの資金流出の加速も危惧される。一方、中国経済については、共産党大会が閉幕し、これまでの政策対応で上振れした需要の反動が景気を下押しするリスクがある。さらに、緊迫する北朝鮮情勢・中東情勢を背景とした地政学的リスクの高まりにも警戒が必要であろう。メインシナリオとして世界経済は緩やかな成長を続けるとみているが、世界経済の先行き不透明感が強まることとなれば、輸出減速を通じて日本経済を下押しするリスク要因となるだろう。