

2018年2月14日 全6頁

Indicators Update

2017年10-12月期 GDP 一次速報

力強さに欠ける内容。名目 GDP は5四半期ぶりにマイナス成長へ

経済調査部
エコノミスト 小林 俊介

[要約]

- 2017年10-12月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+0.5%（前期比+0.1%）と8四半期連続のプラス成長となった。内需の牽引役は民間最終消費支出と設備投資だが、住宅投資の比較的大幅なマイナスが続いている点は気がかりだ。消費の拡大も耐久財の買い替えサイクルに支えられた部分が大きいとみられ、実質雇用者報酬の伸びがマイナスに転じたことと相俟って力強さには欠ける内容である。なお、エネルギーを中心とした輸入物価の上昇に伴う交易条件の悪化を受け、GDP デフレーターは3四半期ぶりに下落に転じ、名目 GDP は5四半期ぶりの減少となった。
- 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だ。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。ただし外需には強い不確実性が未だ残ることに加え、内需についても物価上昇を受けた実質所得の伸びの鈍化、円高に伴い設備投資を手控える動きが発生する可能性、そして相続税対策等を目的とした住宅投資の反動減に注意が必要だ。

※当社は、2月20日（火）に「第196回日本経済予測」の発表を予定している。

2017年10-12月期GDP(一次速報)		2017				
		2016	2017			
		10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期
実質国内総生産(GDP)	前期比%	0.4	0.3	0.6	0.6	0.1
	前期比年率%	1.8	1.2	2.5	2.2	0.5
民間最終消費支出	前期比%	0.1	0.3	0.9	▲ 0.6	0.5
民間住宅	前期比%	0.8	1.2	0.9	▲ 1.5	▲ 2.7
民間企業設備	前期比%	1.6	0.1	1.2	1.0	0.7
民間在庫変動	前期比寄与度%pt	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	0.4	▲ 0.1
政府最終消費支出	前期比%	▲ 0.1	0.1	0.2	0.0	▲ 0.1
公的固定資本形成	前期比%	▲ 1.8	▲ 0.2	4.7	▲ 2.6	▲ 0.5
財貨・サービスの輸出	前期比%	2.7	2.0	0.0	2.1	2.4
財貨・サービスの輸入	前期比%	0.6	1.7	1.9	▲ 1.2	2.9
内需寄与度	前期比寄与度%pt	0.1	0.2	0.9	0.0	0.1
外需寄与度	前期比寄与度%pt	0.4	0.1	▲ 0.3	0.5	▲ 0.0
名目GDP	前期比%	0.4	0.1	0.9	0.6	▲ 0.0
	前期比年率%	1.6	0.3	3.8	2.6	▲ 0.1
GDPデフレーター	前期比%	▲ 0.0	▲ 0.2	0.3	0.1	▲ 0.1
	前年比%	▲ 0.1	▲ 0.8	▲ 0.3	0.2	0.0

(注) 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。

(出所) 内閣府統計より大和総研作成

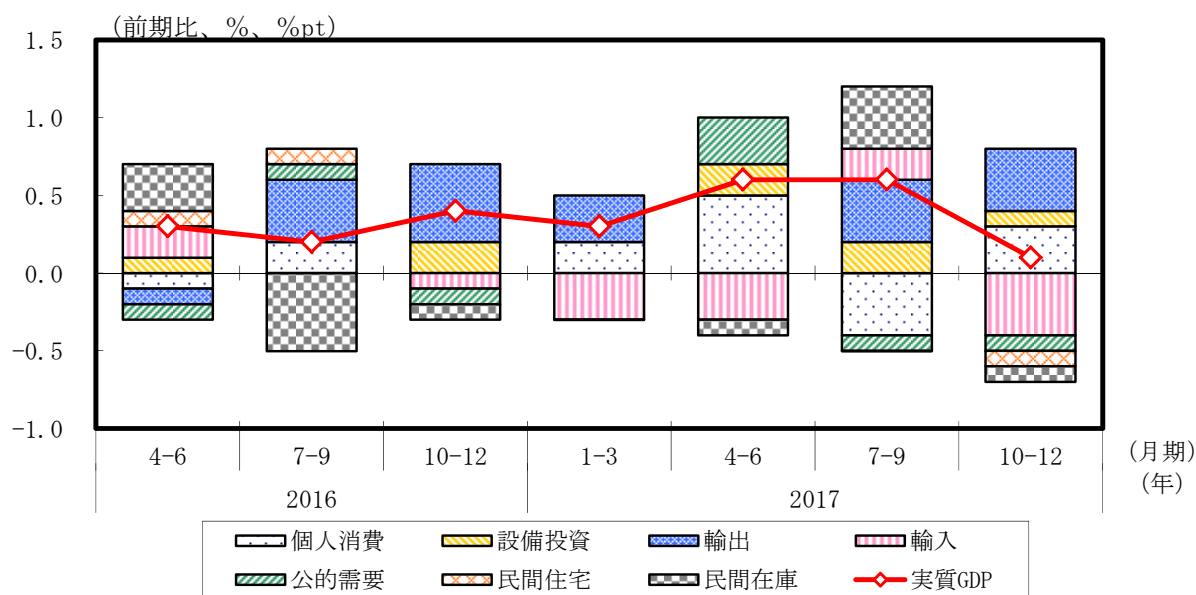
力強さに欠ける内容。名目 GDP は 5 四半期ぶりにマイナス成長へ

2017 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+0.5%（前期比+0.1%）と 8 四半期連続のプラス成長となったが、市場コンセンサス（前期比年率+0.9%、前期比+0.2%）と比較すると若干下振れして着地した。下振れの主因は民間在庫変動の下振れである。総じて見れば内需が相対的に強く、成長への寄与度は前期比+0.1%pt となった。他方、内需回復を背景として輸入が拡大した結果として、外需の寄与は同▲0.0%pt となっている。

内需の牽引役は民間最終消費支出と設備投資だが、他方で住宅投資の比較的大幅なマイナスが続いている点は気がかりだ。また、消費の拡大も耐久財の買い替えサイクルに支えられた部分が大いともみられ、実質雇用者報酬の伸びがマイナスに転じたことと相俟って力強さには欠ける内容である。

なお、エネルギーを中心とした輸入物価の上昇に伴う交易条件の悪化を受け、GDP デフレーターは 3 四半期ぶりに下落（前期比▲0.1%）に転じている。名目 GDP は前期比年率▲0.1%（前期比▲0.0%）と、5 四半期ぶりの減少となった。

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

内需主導成長だが①住宅投資の減少②消費の内容の弱さ③設備投資デフレーターに一抹の不安

民間最終消費支出は前期比+0.5%と、2 四半期ぶりの増加となった。株高や世界的な景気拡大などを背景とした消費者マインドの改善に加え、買い替えサイクルを背景とした耐久財消費の増加（同+3.6%）が続いていることが消費の拡大を支えた。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、2016 年以降緩やかに耐久財の「買い替え需要」が発生してきた。他方、耐久財以外の消費は力強さに欠ける。生鮮食品およびエネルギー価格を中心として消費者物価が上昇する

中、実質雇用者報酬が同▲0.4%と落ち込んだことや、耐久財需要の裏側で節約志向が進展していることが背景にあるとみられる。財・サービス別の動向を見ると、「半耐久財（同+1.8%）」は拡大が続いたものの、「非耐久財（同▲0.1%）」「サービス（同+0.3%）」はおおむね横ばいとなった。

住宅投資は前期比▲2.7%と、2 四半期連続で減少した。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こと、そして住宅在庫が積み上がりつつあることなどが背景にあるとみられる。

設備投資は前期比+0.7%と、5 四半期連続の増加となった。輸出拡大等に伴う生産活動の拡大や、人手不足の深刻化が堅調な設備投資の推移の底流にあり、それに対して企業の資金が潤沢にある状況が設備投資の安定的な拡大を促しているとみられる。ただし、未曾有の水準に積み上がり続けている機械受注残高などが示すように、設備投資需要が供給能力の限界に近づきつつある可能性があることには留意が必要だ。これはすなわち、量的な（＝実質ベースの）設備投資の成長速度は当面、需要の強さと比較すれば緩やかなものにとどまることを示唆している。となれば設備投資関連メーカーは価格と利益率向上によって収益の改善を目指すとみられるが、現時点では設備投資デフレーターの詳細な上昇は確認されていない。

民間在庫変動は前期比寄与度▲0.1%pt と、2 四半期ぶりにマイナス寄与となった。GDP 一次速報段階で仮置きされる原材料在庫、および仕掛品在庫の寄与度がそれぞれ▲0.1%pt、▲0.0%pt とマイナスに寄与している。製品在庫は+0.1%pt、流通品在庫は▲0.0%pt となった。

公共投資は前期比▲0.5%と 2 四半期連続の減少となった。受注残高は高水準を保っているものの、2016 年度補正予算の執行は 4-6 月期に集中したとみられ、緩やかな減少が続いた。

輸出は前期比+2.4%と、6 四半期連続で増加した。10-12 月期の貿易統計を見ると、自動車の落ち込みから米国向け輸出は減少したものの、半導体等製造装置や IC 等が好調なことから、EU 向け輸出とアジア向け輸出が増加した。一方、国内需要の回復を背景に輸入は同+2.9%と、2 四半期ぶりに増加した。この結果、外需寄与度は前期比寄与度▲0.0%pt となった。

2017 年は前年の悪材料一巡から、バランスの取れた成長を記録

2017 年の実質 GDP 成長率を暦年ベースで振り返ると、前年比で+1.6%に加速し、6 年連続の拡大となった。成長の寄与度は内需が同+1.0%pt、外需が同+0.5%pt となり、内外需のバランスの取れた成長を続けつつも、牽引役は相対的に内需へとシフトしている。2016 年はグローバルな金融市場の混乱と円高、および株安に伴う逆資産効果もあり、輸出、設備投資、消費のいずれもいまひとつ振るわなかったが、こうした悪材料が一巡した結果として各需要項目ともに総じてバランスの取れた成長軌道に回帰したのが 2017 年であったと総括できるだろう。ただし価格転嫁の動きが弱く輸入物価が上昇したことから、GDP デフレーター伸びは同▲0.2%とマイナスに転じたことは気がかりだ。結果として名目成長率は同+1.4%にとどまっている。

需要項目別に成長率を確認すると、民間最終消費支出は前年比+1.1%と、大幅に成長率が加速した。前述した買い替えサイクルの効果も大きく寄与しているとみられるが、2016年との対比では、株安に伴う景況感の悪化が、株高に転換したことに伴う消費者マインドの改善へと変わり、富裕層・引退世代を中心とした資産効果も含めた消費の押し上げに寄与している公算が大きい。また、底流では雇用者数の増加、および企業から見た人手不足問題の台頭に伴い、時給の上昇や非正規から正規への雇用形態の変更などを含めた雇用条件の改善が続いていることが、若年層や女性を中心とした消費の拡大を支えているとみられる。共働き世帯の増加、および女性の就労時間の伸長が時間短縮ニーズを押し上げている側面も見逃せない。

他方、若年層や女性を中心として雇用・所得環境が改善する一方で、ミドル・シニアクラスの正社員の昇格・昇給が遅れていることなどを背景として、全体の名目雇用者報酬の伸び率はあくまで緩やかなものにとどまっている。さらに、生鮮食品・エネルギー価格の上昇を主因とした物価の上昇を受け、実質雇用者報酬の伸び率は2017年央をピークに頭打ちとなった。こうした要因から消費を取り巻く環境は、まだら模様となっている。

住宅投資は前年比+2.7%と、2年連続で増加したものの、伸び率は鈍化している。2014年の消費増税前の駆け込み需要の反動から、2014-15年の住宅投資は減少に転じたが、相続税対策等の押し上げ効果が持続したこと、および住宅ローン金利の低位安定が需要拡大に寄与したとみられる。ただし前述したように、価格の上昇が需要を抑制し始めていること、そして住宅在庫が積み上がりつつあることなどを受け、2017年後半からは前期比で見て減少に転じた。

設備投資は前年比+2.8%と、7年連続の増加となった。輸出拡大等に伴う生産活動の拡大や、人手不足の深刻化が堅調な設備投資の推移の底流にあり、それに対して企業の資金が潤沢にある状況が設備投資の安定的な拡大を促しているとみられる。2016年は急激な円高やグローバルな金融市場の混乱を受けて設備投資を控える動きがみられたが、こうした動きが一巡したことで、設備投資の増加率の加速につながったと目される。

民間在庫変動は前年比寄与度▲0.1%ptと、2年連続でマイナス寄与となった。公共投資は同+1.0%と3年ぶりの増加となった。2016年度補正予算の執行が押し上げに寄与したとみられる。

輸出は前年比+6.8%と大きく加速し、5年連続の拡大となった。世界経済の拡大が続いていることに加え、上述した2016年の円高および金融市場の混乱が一巡したことで、反動増が発生した部分もあろう。他方、輸入は国内需要の回復を背景に輸入は同+3.6%と、2年ぶりに増加に転じた。

暦年ベース成長率と需要項目別の推移

実質国内総支出(2011年連鎖価格、兆円)

暦年	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
実質GDP	492.0	491.5	498.8	508.8	510.7	517.6	522.5	530.8
(前年比%)	4.2	-0.1	1.5	2.0	0.4	1.4	0.9	1.6
国内需要	490.6	494.1	505.6	517.7	519.7	524.7	526.6	532.2
(前年比%)	2.4	0.7	2.3	2.4	0.4	1.0	0.4	1.1
民間最終消費	287.4	286.3	292.1	299.0	296.4	296.3	296.5	299.6
(前年比%)	2.4	-0.4	2.0	2.4	-0.9	-0.0	0.1	1.1
民間住宅投資	13.7	14.3	14.7	15.9	15.2	15.0	15.9	16.3
(前年比%)	-3.7	4.9	2.5	8.0	-4.3	-1.0	5.6	2.7
民間設備投資	66.7	69.4	72.2	74.9	79.0	81.7	82.2	84.5
(前年比%)	-0.9	4.0	4.1	3.7	5.4	3.4	0.6	2.8
民間在庫変動	0.1	1.0	1.2	-0.6	-0.3	1.2	0.2	-0.6
政府最終消費	97.3	99.2	100.9	102.4	102.9	104.5	105.9	106.0
(前年比%)	1.9	1.9	1.7	1.5	0.5	1.5	1.3	0.1
公的固定資本形成	25.5	23.9	24.5	26.2	26.4	25.9	25.9	26.2
(前年比%)	-2.2	-6.3	2.7	6.7	0.7	-1.7	-0.1	1.0
公的在庫変動	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
財貨・サービス輸出	73.5	73.3	73.3	73.8	80.7	83.1	84.2	89.9
(前年比%)	24.9	-0.2	-0.1	0.8	9.3	2.9	1.3	6.8
財貨・サービス輸入	71.8	76.0	80.1	82.7	89.6	90.3	88.5	91.7
(前年比%)	11.2	5.8	5.4	3.3	8.3	0.8	-1.9	3.6

名目国内総支出(兆円)

暦年	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
名目GDP	500.4	491.4	495.0	503.2	513.9	532.0	538.4	545.8
(前年比%)	2.2	-1.8	0.7	1.7	2.1	3.5	1.2	1.4
国内需要	493.0	494.1	502.6	514.8	526.5	534.2	533.2	540.8
(前年比%)	1.3	0.2	1.7	2.4	2.3	1.5	-0.2	1.4
民間最終消費	289.0	286.3	290.2	296.7	300.1	301.2	299.9	303.5
(前年比%)	0.9	-0.9	1.4	2.2	1.1	0.4	-0.4	1.2
民間住宅投資	13.6	14.3	14.6	16.1	16.0	15.9	16.7	17.5
(前年比%)	-4.5	5.1	1.6	10.5	-0.9	-0.2	4.9	4.5
民間設備投資	67.6	69.4	72.0	74.9	79.9	83.4	83.2	86.0
(前年比%)	-2.0	2.7	3.7	4.1	6.7	4.3	-0.3	3.4
民間在庫変動	-0.1	0.9	1.1	-0.7	-0.3	1.2	0.1	-0.8
政府最終消費	97.5	99.2	100.2	101.5	103.6	105.3	106.5	107.0
(前年比%)	1.5	1.7	1.0	1.2	2.1	1.7	1.1	0.5
公的固定資本形成	25.5	23.9	24.4	26.3	27.2	27.1	26.9	27.6
(前年比%)	-2.8	-6.3	2.2	7.8	3.4	-0.4	-0.9	2.7
公的在庫変動	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0
財貨・サービス輸出	75.2	73.3	72.0	80.1	90.1	93.6	86.8	96.6
(前年比%)	22.8	-2.5	-1.8	11.2	12.6	3.8	-7.2	11.3
財貨・サービス輸入	67.9	76.0	79.6	91.7	102.8	95.8	81.6	91.6
(前年比%)	15.9	11.9	4.8	15.2	12.1	-6.8	-14.9	12.3

デフレーター(2011年連鎖価格)

暦年	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
GDPデフレーター	101.7	100.0	99.2	98.9	100.6	102.8	103.1	102.8
(前年比%)	-1.9	-1.7	-0.8	-0.3	1.7	2.1	0.3	-0.2
国内需要	100.5	100.0	99.4	99.4	101.3	101.8	101.3	101.6
(前年比%)	-1.1	-0.5	-0.6	0.1	1.9	0.5	-0.5	0.4
民間最終消費	100.6	100.0	99.4	99.2	101.2	101.6	101.1	101.3
(前年比%)	-1.4	-0.6	-0.6	-0.1	2.0	0.4	-0.5	0.2
民間住宅投資	99.7	100.0	99.2	101.4	105.0	105.9	105.2	107.0
(前年比%)	-0.8	0.3	-0.8	2.3	3.5	0.9	-0.7	1.7
民間設備投資	101.3	100.0	99.6	100.1	101.2	102.1	101.2	101.8
(前年比%)	-1.1	-1.3	-0.4	0.4	1.2	0.9	-0.9	0.6
政府最終消費	100.2	100.0	99.4	99.1	100.6	100.7	100.5	100.9
(前年比%)	-0.5	-0.2	-0.6	-0.3	1.5	0.1	-0.2	0.3
公的固定資本形成	100.0	100.0	99.6	100.6	103.3	104.7	103.9	105.6
(前年比%)	-0.6	0.0	-0.4	1.0	2.7	1.4	-0.8	1.6
財貨・サービス輸出	102.3	100.0	98.2	108.5	111.7	112.6	103.1	107.4
(前年比%)	-1.7	-2.3	-1.8	10.4	3.0	0.8	-8.5	4.2
財貨・サービス輸入	94.6	100.0	99.4	110.9	114.8	106.1	92.1	99.8
(前年比%)	4.3	5.8	-0.6	11.5	3.5	-7.5	-13.2	8.4

(出所) 大和総研作成

緩やかな拡大継続をメインシナリオに据えるが、内外需ともに先行きはリスク含み

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。ただし外需には強い不確実性が未だ残ることに加え、内需についても物価上昇を受けた実質所得の伸びの鈍化、円高に伴い設備投資を手控える動きが発生する可能性、そして相続税対策等を目的とした住宅投資の反動減に注意が必要だ。

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。さらに、賃上げに向けた春闘が注目される中、円高に伴う企業の収益悪化懸念が生じている点も気がかりである。また、生鮮食品・エネルギー価格の上昇が続いた場合、実質所得を通じて消費を押し下げる効果を持つことにも注意が必要だ。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。今後の住宅投資の減速そのものが日本経済の成長を押し下げる懸念に加えて、建設需要の減少が関連産業に与える波及効果に注意が必要だ。また、現時点での発生は認められないものの、供給過多により住宅価格が崩れ始めた場合、逆資産効果を通じて消費など他の需要項目の頭を抑える可能性にも留意しておく必要がある。

設備投資は緩やかな増加を予想する。世界経済の回復がもたらす輸出拡大により生産活動は拡大傾向にある。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。ただし前述したように設備投資関連製品のサプライヤーが供給制約の天井に直面している可能性には注意が必要だ。また、上述した円高に伴う企業の収益悪化懸念が2016年と同様に設備投資を控える動きにつながる懸念も台頭し始めた。公共投資については、補正予算の押し上げ効果が剥落し、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、金利上昇圧力が市場と実体経済の双方に下押し圧力を及ぼすリスクが点灯している。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。