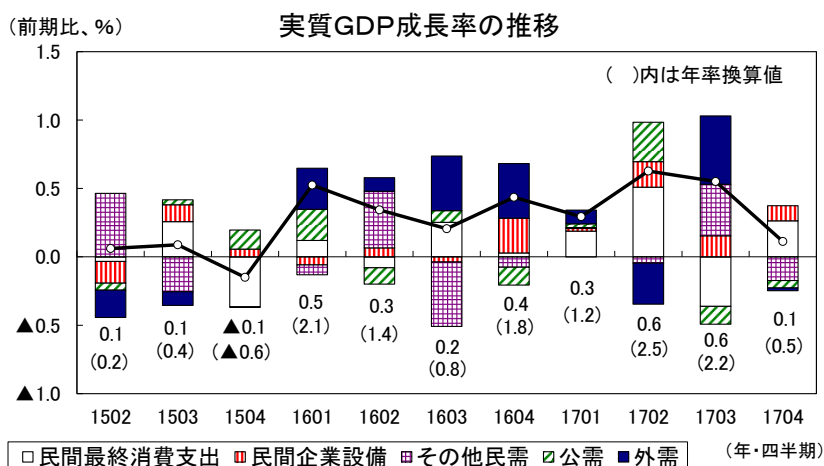


Weekly  
エコノミスト・  
レターQE 速報:10-12月期の実質 GDP は前期比 0.1%  
(年率 0.5%) - 消費、設備主導で 8 四半期連続の  
プラス成長

経済研究部 経済調査室長 斎藤 太郎  
(03)3512-1836 tsaito@nli-research.co.jp

1. 2017年10-12月期の実質 GDP は、前期比 0.1% (年率 0.5%) と 8 四半期連続のプラス成長となった (当研究所予測 1 月 31 日: 前期比 0.2%、年率 0.8%)。
2. 民間消費 (前期比 0.5%) が 2 四半期ぶり、設備投資 (前期比 0.7%) が 5 四半期連続で増加したが、7-9 月期に成長率を大きく押し上げた外需、民間在庫変動がいずれもマイナス寄与となったため、成長率は 7-9 月期の前期比年率 2.2% から大きく低下した。
3. 10-12 月期の減速は、輸入の増加、民間在庫変動のマイナスによるもので、これは最終需要の弱さを示すものではない。7-9 月期から 10-12 月期にかけて景気が実勢として弱まったわけではない。
4. また、7-9 月期、10-12 月期を通して好調なのは輸出、設備投資の企業部門で、民間消費は増加に転じたものの、7-9 月期と均してみれば横ばい圏の動きにとどまり、住宅投資は 2 四半期連続で減少した。家計部門は低調な推移が続いていると判断される。
5. 先行きについても、海外経済の回復に伴う輸出の増加、企業収益の改善を背景とした設備投資の回復が続くことが予想されるが、名目賃金の伸び悩みや物価上昇に伴う実質所得の低迷から家計部門は厳しい状況が続きそうだ。当面は企業部門 (輸出+設備投資) 主導の経済成長が続く可能性が高い。



(資料) 内閣府経済社会総合研究所「四半期別 GDP 速報」

## ●10-12 月期は前期比年率 0.5%と 8 四半期連続のプラス成長

本日 (2/14) 発表された 2017 年 10-12 月期の実質 GDP (1 次速報値) は、前期比 0.1% (前期比年率 0.5%) と 8 四半期連続のプラス成長となった (当研究所予測 1 月 31 日 : 前期比 0.2%、年率 0.8%)。

民間消費 (前期比 0.5%) が 2 四半期ぶり、設備投資 (前期比 0.7%) が 5 四半期連続で増加したが、7-9 月期に成長率を大きく押し上げた外需 (前期比・寄与度▲0.0%)、民間在庫変動 (前期比・寄与度▲0.1%) がいずれもマイナスとなったため、成長率は 7-9 月期の前期比年率 2.2%から大きく低下した。

実質 GDP 成長率への寄与度 (前期比) は、国内需要が 0.1% (うち民需 0.2%、公需▲0.1%)、外需が▲0.0%であった。

10-12 月期の成長率が 7-9 月期から大きく低下した理由は、輸入が 7-9 月期の前期比▲1.2%の減少から同 2.9%の増加に転じたこと、民間在庫変動が前期比・寄与度 0.4%から同▲0.1%のマイナスに転じたことである。輸入、民間在庫変動によって 7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率 2%以上押し上げられたが、10-12 月期は逆に同▲2%以上押し下げられ、10-12 月期の減速のほとんどがこれによって説明できる。輸入の増加、民間在庫変動のマイナス寄与は最終需要の弱さを示すものではなく、7-9 月期から 10-12 月期にかけて景気が実勢として弱まったわけではない。

なお、民間在庫変動のうち、原材料在庫、仕掛品在庫は 1 次速報では内閣府の仮置き値が用いられており、実質 GDP 成長率への寄与度はそれぞれ前期比▲0.1%、▲0.0%となっている。2 次速報では 3/1 公表予定の法人企業統計の結果が反映され、民間在庫変動が上方修正される可能性もある。

2017 年 10-12 月期の 1 次速報と同時に基礎統計の改定や季節調整のかけ直しなどから過去の成長率も遡及改定され、実質 GDP 成長率 (前期比年率) は 2017 年 1-3 月期が 1.5%から 1.2%へ、4-6 月期が 2.9%から 2.5%へ、7-9 月期が 2.5%から 2.2%へといずれも下方修正された。

### < 需要項目別結果 >

(前期比、%)

	2017年7-9月期			2017年10-12月期			2017年
	改定値 (2/14)	2次速報値 (12/8)	差	1次速報値 (2/14)	当社予測 (1/31)	差	速報値 (2/14)
実質 GDP	0.6	0.6	▲0.1	0.1	0.2	▲0.1	1.6
(前期比年率)	( 2.2)	( 2.5)	(▲0.3)	( 0.5)	( 0.8)	(▲0.3)	
国内需要	0.0	0.1	▲0.1	0.1	0.3	▲0.1	1.1
(寄与度)	( 0.0)	( 0.1)	(▲0.1)	( 0.1)	( 0.3)	(▲0.1)	( 1.0)
民間需要	0.2	0.3	▲0.1	0.3	0.3	0.0	1.3
(寄与度)	( 0.1)	( 0.3)	(▲0.1)	( 0.2)	( 0.3)	(▲0.1)	( 1.0)
民間最終消費支出	▲0.6	▲0.5	▲0.2	0.5	0.4	0.1	1.1
民間住宅	▲1.5	▲1.0	▲0.5	▲2.7	▲3.3	0.7	2.7
民間企業設備	1.0	1.1	▲0.1	0.7	1.4	▲0.7	2.8
民間在庫変動 (寄与度)	( 0.4)	( 0.4)	(0.0)	(▲0.1)	(▲0.1)	(0.0)	(▲0.1)
公的需要	▲0.5	▲0.5	▲0.0	▲0.2	0.0	▲0.2	0.3
(寄与度)	(▲0.1)	(▲0.2)	(0.1)	(▲0.1)	( 0.0)	(▲0.1)	( 0.1)
政府最終消費支出	0.0	0.0	▲0.0	▲0.1	0.2	▲0.3	0.1
公的固定資本形成	▲2.6	▲2.4	▲0.2	▲0.5	▲0.6	0.1	1.0
財貨・サービスの純輸出 (寄与度)	( 0.5)	( 0.5)	(0.0)	(▲0.0)	(▲0.1)	(0.1)	( 0.5)
財貨・サービスの輸出	2.1	1.5	0.7	2.4	2.1	0.3	6.8
財貨・サービスの輸入	▲1.2	▲1.6	0.4	2.9	2.5	0.3	3.6
名目 GDP	0.6	0.8	▲0.2	▲0.0	▲0.0	0.0	1.4

(資料) 内閣府 経済社会総合研究所「四半期別 GDP 速報」

名目 GDP は前期比▲0.0%（前期比年率▲0.1%）と 5 四半期ぶりのマイナス成長となった。GDP デフレーターは前期比▲0.1%（7-9 月期：同 0.1%）、前年比 0.0%（7-9 月期：同 0.2%）であった。民間消費を中心に国内需要デフレーターが前期比 0.3%（7-9 月期：同 0.1%）と伸びを高めたが、原油高の影響などから輸入デフレーターが前期比 2.7%となり、輸出デフレーターの前伸び（同 0.4%）を上回ったことが GDP デフレーターの前押し下げ要因となった。

この結果、2017 年の実質 GDP 成長率は 1.6%（2016 年は 0.9%）、名目 GDP 成長率は 1.4%（2016 年は 1.2%）となった。

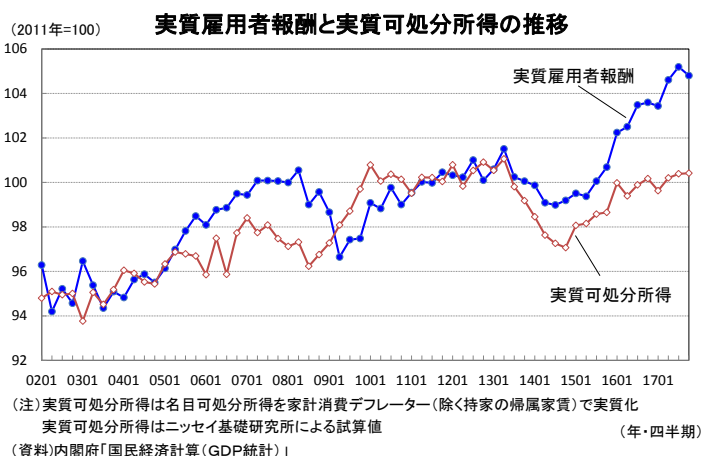
### <需要項目別の動き>

民間消費は前期比 0.5%と 2 四半期ぶりの増加となった。ただし、天候不順の影響でサービス消費を中心に弱い動きとなった 7-9 月期の落ち込み（前期比▲0.6%）を取り戻しておらず、持ち直しのペースは緩慢にとどまっている。消費の基調は強くない。

家計消費の内訳を形態別にみると、食料品などの非耐久消費財は前期比▲0.1%（7-9 月期：同▲0.2%）と 2 四半期連続で減少したが、7-9 月期に 3 四半期ぶりに減少した自動車、テレビなどの耐久財は前期比 3.6%（7-9 月期：同▲1.1%）と大幅に増加したほか、天候不順の影響で 7-9 月期の前期比▲0.8%の減少となったサービスも同 0.3%と持ち直した。

雇用者報酬は名目で前年比 1.9%（7-9 月期：同 2.2%）、実質で前年比 1.2%（7-9 月期：同 1.7%）となり、いずれも 7-9 月期から伸びが鈍化した。

消費を取り巻く環境を確認すると、名目賃金が伸び悩むなかでも、雇用者数の高い伸びを主因として雇用者報酬は比較的順調に伸びている。しかし、個人消費に直結する家計の可処分所得の伸びは、超低金利の長期化に伴う利子所得の低迷、特例水準の解消やマクロ経済スライドによる年金給付額の抑制、年金保険料率の段階的引き上げなどから、雇用者報酬の伸びを大きく下回っている。安倍政権が発足した 2012 年 10-12 月期（景気の谷）から 2017 年 10-12 月期までの 5 年間で実質雇用者報酬は 4.7%増えているが、この間に実質可処分所得は▲0.5%減少している（実質可処分所得は当研究所による試算値）。消費不振の根底には可処分所得の伸び悩みがあると考えられる。



住宅投資は前期比▲2.7%と 2 四半期連続で減少し、7-9 月期の同▲1.5%から減少幅が拡大した。雇用所得環境の改善や低水準の住宅ローン金利が住宅投資を下支えしているが、相続税対策の需要一巡に伴う貸家の減少などから、新設住宅着工戸数（季節調整済・年率換算値）は 2017 年 4-6 月期の 98.7 万戸から 7-9 月期に 95.5 万戸、10-12 月期が 94.8 万戸と 2 四半期連続で減少した。GDP 統計の住宅投資は工事の進捗ペースで計上され着工の動きがやや遅れて反映されるため、2018 年 1-3 月期も減少することが予想される。

設備投資は前期比 0.7%と 5 四半期連続で増加した。日銀短観 2017 年 12 月調査では、2017 年度の設備投資計画（含むソフトウェア、除く土地投資額）が前年度比 9.0%（全規模・全産業）となり、前年同時期の前年度比 3.4%（2016 年 12 月調査の 2017 年度計画）を上回り、12 月調査としては過去 10 年で最も高い伸びとなっている。設備投資/キャッシュフロー比率は低水準にとどまっております。企業の投資スタンスは積極化しているわけではないが、企業収益の大幅増加に伴う潤沢なキャッシュフローを背景に、設備投資は底堅い動きが続く可能性が高い。

民間在庫変動は前期比・寄与度▲0.1%（前期比年率▲0.3%）と成長率を押し下げた。製品在庫（7-9 月期：0.0 兆円→10-12 月期：0.5 兆円）はプラス幅が拡大したが、流通在庫（7-9 月期：▲0.4 兆円→10-12 月期：▲0.6 兆円）のマイナス幅が拡大したことに加え、1 次速報段階では内閣府の仮置き値となっている原材料在庫（7-9 月期：0.7 兆円→10-12 月期：0.0 兆円）、仕掛品在庫（7-9 月期：0.3 兆円→10-12 月期：0.2 兆円）のプラス幅縮小が押し下げ要因となった。

公的需要は、政府消費が前期比▲0.1%と 4 四半期ぶりの減少、2016 年度補正予算の執行一巡から公的固定資本形成が前期比▲0.5%と 2 四半期連続で減少した。2017 年度補正予算では、災害復旧等・防災・減災事業を中心に公共事業関係費が約 1 兆円積み増されたが、執行は 2018 年度にずれ込むことから、公的固定資本形成は 2018 年 1-3 月期も減少する可能性が高いだろう。

外需寄与度は前期比▲0.0%（前期比年率▲0.1%）と 2 四半期ぶりのマイナスとなった。財貨・サービスの輸出は IT 関連を中心にアジア向けが好調だったことから、前期比 2.4%の高い伸びとなったが、7-9 月期の落ち込みの反動、国内需要の持ち直し、新型スマートフォンの発売に伴う通信機の急増などから、財貨・サービスの輸入が前期比 2.9%と輸出を上回る高い伸びとなったため、外需は成長率の押し下げ要因となった。

#### （先行きも企業部門主導の成長が続く見込み）

前述したとおり、10-12 月期の減速は輸入の増加、民間在庫変動のマイナス寄与によるものであり、景気の基調は引き続きしっかりしている。また、表面的には 7-9 月期が外需主導、10-12 月期が内需主導の成長となったが、7-9 月期、10-12 月期を通して好調なのは輸出、設備投資の企業部門だ。一方、10-12 月期の民間消費は増加に転じたが、7-9 月期と均してみれば横ばい圏の動きにとどまり、住宅投資は 2 四半期連続で減少した。家計部門は低調な推移が続いていると判断される。

先行きについても、海外経済の回復に伴う輸出の増加、企業収益の改善を背景とした設備投資の回復が続くことが予想される。一方、名目賃金の伸び悩みや物価上昇に伴う実質所得の低迷から家計部門は厳しい状況が続くそう。当面は企業部門（輸出+設備投資）主導の経済成長が続く可能性が高い。

（お願い）本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。  
また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。