

2017年4-6月期四半期別GDP速報（1次速報値） 発表日：2017年8月14日（月）
～コンセンサス大幅上振れで、内容も非常に良好。先行きも着実な回復が実現へ～

第一生命経済研究所 経済調査部
主席エコノミスト 新家 義貴
TEL:03-5221-4528

○予想を大幅に上回る強い結果。内容も非常に良好

本日内閣府から公表された2017年4-6月期の実質GDP成長率（1次速報）は前期比年率+4.0%（前期比+1.0%）となった。事前の市場予想（前期比年率+2.4%）を大幅に上回るポジティブサプライズであり、強気派だった筆者予想（+3.2%）をも上回る結果となっている。これで6四半期連続でゼロ%台後半とみられる潜在成長率を上回る成長が実現しており、伸び率も非常に高い。景気が好調に推移していることを改めて確認させる良好な結果といえるだろう。

これまで景気を牽引してきた輸出が前期比で小幅減少となったことで、外需が成長率押し下げ要因になった一方、個人消費が予想以上に堅調な動きをみせ、設備投資も好調に推移した。加えて、昨年補正予算の効果が顕在化したことで公共投資も大幅に増加している。これまでの外需主導の成長から一転し、4-6月期は内需が牽引する形での高成長が実現した点は好材料である。

ちなみに筆者は、在庫投資の押し上げによって4-6月期は高成長になると予想していた。しかし実際には、在庫投資のプラス寄与は僅かなものにとどまったなかで年率+4%という高成長が実現しており、びっくりするほど強い内容である。特に個人消費や設備投資の伸びがかなり高い。実際、在庫要因を除いた最終需要でみると、ここ1年は、2016年7-9月期が前期比年率+2.9%、10-12月期は+2.5%、2017年1-3月期が+2.1%、4-6月期が+3.8%と、文句のつけようがない。

また、4-6月期の高成長の影に隠れて目立たないが、16年10-12月期が前期比年率+1.7%（改定前+1.4%）、17年1-3月期が+1.5%（改定前+1.0%）など、過去の数字が上方修正されている点も地味に大きい（16年度の成長率も+1.2%→+1.3%へ上方修正）。季節調整のかけ直しの影響に加え、原数値も上方修正されている。おそらくサービス産業動向調査の反映等が影響したのだろう。

○需要項目別の動向

個人消費は前期比+0.9%と大幅に増加し、4-6月期の高成長を牽引した。①所得環境が緩やかに改善していること、②雇用情勢の改善や株高等により消費者マインドが良好に推移していること、③買い替え需要の顕在化や新車投入効果で耐久財消費が好調なこと、④天候に恵まれたこと、⑤生鮮食品価格が落ち着いたことや物価上昇圧力の鈍さにより物価が伸び悩んだこと、などの好材料が重なったことが消費の高い伸びに繋がったものとみられる。このうち⑤については、個人消費デフレーターは前期比▲0.1%と、1-3月期の▲0.2%に続いて低下しており、実質購買力の下支えに繋がったことが示されている。

個人消費を形態別にみると、耐久財が前期比+2.4%、半耐久財が▲2.5%、非耐久財が+1.8%、サービスが+0.6%である。半耐久財は1-3月期の高い伸び（+3.1%）の反動から減少したが、その他の形態は好調である。耐久財は6四半期連続で高い伸びとなっており、好調さが目立つが、これは買い替え需要期に入っていることや新車投入効果によるものとみられる。サービス消費については、天候に恵まれたことで外出機会が増えたことが押し上げに繋がったものと思われる。食料等の非耐久財の増加については、食料品価格が落ち着いていることが影響しているのだろう。

設備投資は前期比+2.4%と増加した。予想以上に高い伸びであり、前年比でも+5.8%と強い。設備投資の増加傾向が明確化していることが示される結果である。4-6月期は、機械投資に加え、建設投資による押し上げが大きかったとみられる。企業収益が明確に改善していることに加え、景況感も高水準を保っており、設備投資を取り巻く環境は良好である。設備投資に関するアンケート調査でも17年度は比較的高い伸びを見込むものが多く、当面、設備投資は増加傾向で推移する可能性が高いだろう。

公共投資は前期比+5.1%と大幅に増加した。公共投資はこれまで、16年度当初予算の前倒し執行の効果が剥落したことで低調に推移していた。4-6月期には、昨年10月に成立した経済対策の効果がようやく顕在化したことで、大幅な増加が実現している。

住宅投資は前期比+1.5%と6四半期連続で増加した。相続税対策の貸家建設が高止まりしているほか、持家、分譲の着工も底堅く推移しており、進捗ペースで計上されるGDP統計の住宅投資でも緩やかな増加基調で推移している。また、仲介手数料の増加によって押し上げられている面もあるとみられる。

輸出は前期比▲0.5%となった。小幅ではあるが4四半期ぶりの減少である。貿易統計から判断すると、地域別ではEU向けが好調、米国向けも底堅く推移した一方、NIEs向けとASEAN向けが落ち込み、足を引っ張ったものとみられる。財別では、これまで非常に好調だったIT関連で一服感が出ている。ただ、輸出については、これまで非常に高い伸びだったことの反動も面が大きい。海外経済は好調に推移しており、基調としては上向きとみるのが妥当だろう。先行きは、再び増勢に転じる可能性が高いと予想する。なお、輸出が足踏みとなった一方、輸入は前期比+1.4%と比較的高い伸びになったことで、外需寄与度は前期比▲0.3%Pt（前期比年率▲1.1%Pt）と、成長率を押し下げている。1-3月期までは外需が成長率を大きく押し上げ、牽引役となっていたが、4-6月期は外需が押し下げ要因となるなかでも内需が好調に推移したことで高成長を維持できている。この点は好材料だろう。

在庫投資は前期比寄与度+0.0%Pt（前期比年率寄与度+0.2%Pt）となった。内訳では、原材料在庫が前期比寄与度+0.3%Pt、仕掛品在庫が▲0.0%Pt、製品在庫が▲0.2%Pt、流通在庫が▲0.1%Ptとなっている。1-3月期の原材料在庫は、石油元売会社による原油在庫削減の動きによって大幅に下振れていたが、4-6月期はその要因が剥落したことで、原材料在庫が大幅なプラス寄与となっている。一方、その押し上げ分を製品在庫と流通在庫のマイナス寄与が相殺する形で、在庫変動全体では僅かなプラス寄与にとどまった。

このうち、原材料在庫はあくまで前期の大幅下振れからの戻りであり、在庫が積みあがったわけではない。また、製品在庫と流通在庫は予想以上に下に出ており、この点は在庫調整が進捗していることを意味している。この点は、先行きの成長率にとってポジティブな要因といえるだろう。

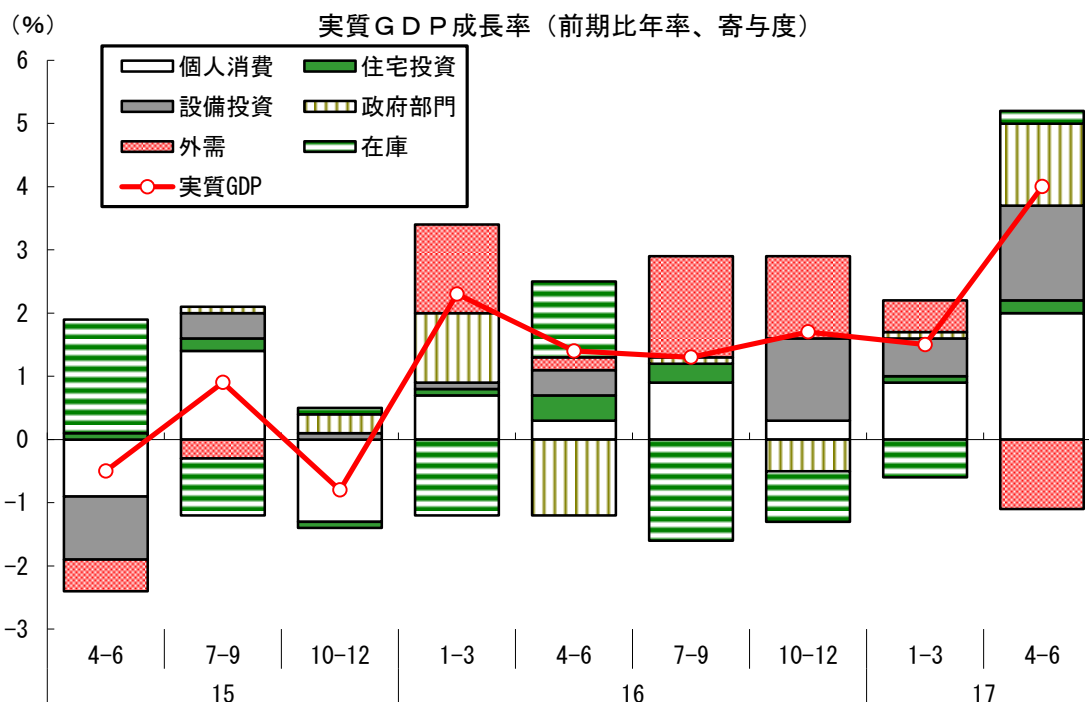
○ 先行きも回復傾向が続く見込み

以上の通り、17年4-6月期は前期比年率+4.0%の高成長となった。これで6四半期連続で潜在成長率を上回っており、景気回復が明確化していることが示されている。

先行きも、景気を取り巻く環境は良好である。米国を中心として海外経済が回復傾向を続けるとみられるなか、輸出は再び増加基調に戻る可能性が高いことに加え、設備投資も、企業収益の増加や高水準の企業マインドを受けて増加傾向が続くだろう。個人消費については4-6月期は出来過ぎの感が否めず、強気にはなれないが、緩やかな増加程度であれば十分実現可能だ。4-6月期の超高成長はさすがに持続不可能だが、潜在成長率を上回る程度の成長率はこの先も確保できそうだ。

北朝鮮情勢の緊迫など、不透明感が大きい状況であることは確かであり、急速な株安や円高進展等の下振れリスクにも十分配慮は必要である。もっとも、メインシナリオとしては、景気は先行きも好調に推移する

とみるのが自然だろう。



図表 実質GDPの推移

	16年				17年		当社事前予想
	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	
実質GDP	0.6	0.3	0.3	0.4	0.4	1.0	0.8
(前期比年率)	2.3	1.4	1.3	1.7	1.5	4.0	3.2
内需寄与度	0.2	0.3	▲ 0.1	0.1	0.2	1.3	1.1
(うち民需)	▲ 0.1	0.6	▲ 0.1	0.2	0.2	1.0	0.9
(うち公需)	0.3	▲ 0.3	0.0	▲ 0.1	0.0	0.3	0.3
外需寄与度	0.4	0.1	0.4	0.3	0.1	▲ 0.3	▲ 0.3
民間最終消費支出	0.3	0.1	0.4	0.1	0.4	0.9	0.7
民間住宅	1.0	3.2	2.8	0.3	0.9	1.5	1.0
民間企業設備	0.2	0.7	0.0	2.2	0.9	2.4	1.2
民間在庫変動(寄与度)	▲ 0.3	0.3	▲ 0.4	▲ 0.2	▲ 0.1	0.0	0.3
政府最終消費支出	1.4	▲ 1.3	0.2	0.0	▲ 0.1	0.3	0.2
公的固定資本形成	0.2	▲ 0.8	▲ 0.8	▲ 2.5	0.6	5.1	5.0
財貨・サービスの輸出	0.0	▲ 0.9	2.1	3.1	1.9	▲ 0.5	▲ 0.5
財貨・サービスの輸入	▲ 2.0	▲ 1.2	▲ 0.2	1.4	1.3	1.4	1.5
名目GDP	1.0	0.0	0.1	0.5	0.0	1.1	0.9
(前期比年率)	3.9	0.1	0.4	2.1	▲ 0.2	4.6	3.7
GDPデフレーター(前年比)	0.9	0.4	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.8	▲ 0.4	▲ 0.4

(出所)内閣府「国民経済計算」
※断りの無い場合、前期比(%)

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。