

2017年4～6月期GDP速報と先行き経済への視点

～需給が引き締まるも構造的要因が物価上昇の障害に～

調査情報担当室 竹田 智哉

2017年8月14日、2017年4～6月期のGDP速報（1次速報値）が内閣府より公表された。本稿では、1節で今回のGDP速報と7月公表の「平成29年度内閣府年央試算」（以下「年央試算」という。）から足下の景気状況を整理するとともに、2節で先行き経済に係るトピックスとして、物価の動向を検証する。また、補論で平成29年7月九州北部豪雨の被害による我が国経済への影響について概括する。

1. 物価について官民の見方が分かれる我が国経済

（1）2017年4～6月期GDP速報（1次速報値）

2017年4～6月期のGDP成長率（1次速報値）は、実質は1.0%（年率4.0%）と6四半期連続のプラス成長、名目は1.1%（同4.6%）と2四半期振りのプラス成長となった（図表1、2）。実質の内訳を見ると、内需については、公共投資（前期比5.1%、寄与度¹0.2%ポイント）が平成28年度第2次補正予算に

図表1 GDP成長率と構成要素別の成長率の推移(季節調整値、前期比(%))

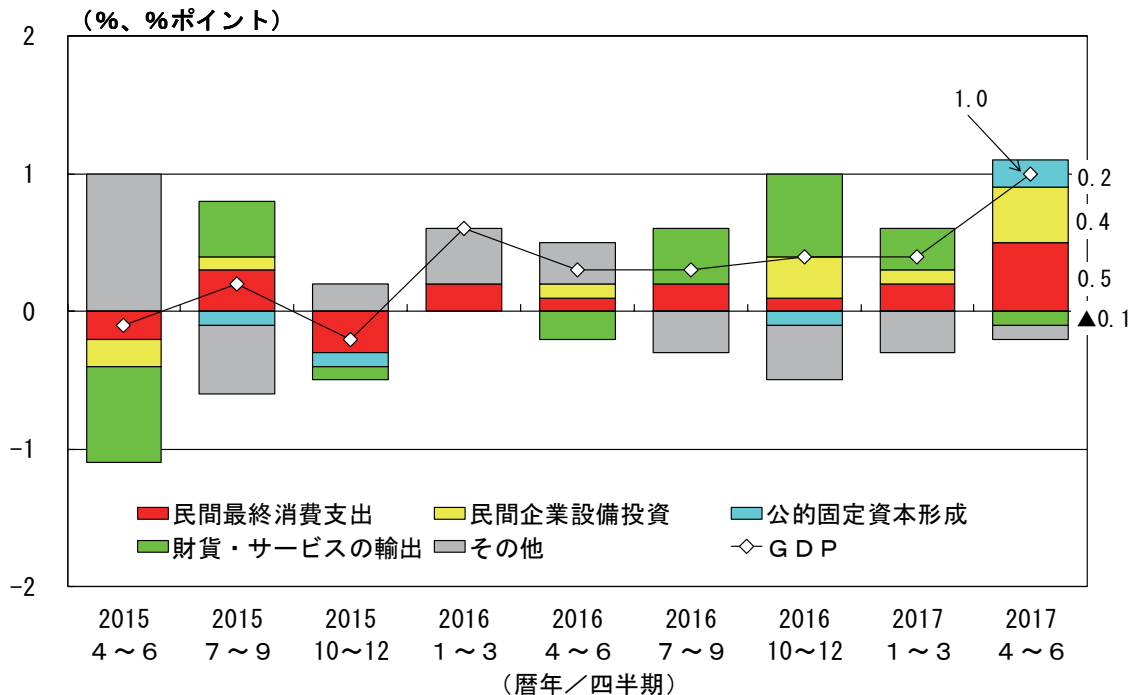
	2015 (年度)	2016 (年度)	2016 4～6	7～9	10～12	2017 1～3	4～6
実質GDP	1.3	1.3	0.3	0.3	0.4	0.4	1.0
内需	(1.2)	(0.5)	(0.3)	(▲0.1)	(0.1)	(0.2)	(1.3)
民間最終消費支出	0.6	0.7	0.1	0.4	0.1	0.4	0.9
民間住宅投資	2.8	6.5	3.2	2.8	0.3	0.9	1.5
民間企業設備投資	0.6	2.5	0.7	0.0	2.2	0.9	2.4
民間在庫品増加	(0.4)	(▲0.4)	(0.3)	(▲0.4)	(▲0.2)	(▲0.1)	(0.0)
政府最終消費支出	2.0	0.4	▲1.3	0.2	0.0	▲0.1	0.3
公的固定資本形成	▲1.9	▲3.2	▲0.8	▲0.8	▲2.5	0.6	5.1
外需	(0.1)	(0.8)	(0.1)	(0.4)	(0.3)	(0.1)	(▲0.3)
財貨・サービスの輸出	0.7	3.2	▲0.9	2.1	3.1	1.9	▲0.5
財貨・サービスの輸入	0.2	▲1.4	▲1.2	▲0.2	1.4	1.3	1.4
名目GDP	2.7	1.1	0.0	0.1	0.5	▲0.0	1.1

(注) 内需、外需、民間在庫品増加の数値は実質GDPへの寄与度。

(出所) 内閣府『2017年4～6月期四半期別GDP速報（1次速報値）』

¹ 実質GDPへの寄与度。以下同じ。

図表2 実質GDP成長率（季節調整値）と需要項目別寄与度



(注1) GDPは前期比、他はGDPへの寄与度。

(注2) その他は民間最終消費支出、民間企業設備投資、公的固定資本形成、財貨・サービスの輸出を除く各項目の寄与度の和として計算した。

(出所) 内閣府『2017年4～6月期四半期別GDP速報(1次速報値)』

計上された経済対策の貢献を受けて押し上げられ、また雇用・所得環境や企業収益の好調さを背景に民間消費(前期比0.9%、寄与度0.5%ポイント)及び民間設備投資(前期比2.4%、寄与度0.4%ポイント)が大きく伸びている。一方、輸出(前期比▲0.5%、寄与度▲0.1%ポイント)は1年振りに伸びがマイナスとなり、輸出の不振が内需の好調さに水を差すという意味で、景気回復の持続性という観点からも懸念される結果となった。

(2) 物価への強気な見方が目立つ「年央試算」

7月14日(今回のGDP速報公表前)に公表された「年央試算」²は、1月に閣議決定された「平成29年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度」³(以下「政府経済見通し」という。)とほぼ変わらない結果となった(図表3)。シ

² 政府経済見通しで示されている政府の経済財政運営の基本的考え方を前提として、年央時点で得られる最新の経済指標等を踏まえ、内閣府として当該年度と翌年度の経済の姿を試算するものであり、経済財政諮問会議における「予算の全体像」や「概算要求基準」の検討に際し、経済と財政の一体的な議論に資することを目的としている(内閣府「平成29年度内閣府年央試算(ポイント)」『平成29年第11回経済財政諮問会議資料』(2017.7.14))。

³ 詳細は、拙稿「楽観視できない民間部門の所得改善の持続性」『立法と調査』第385号、参議院事務局企画調整室(2017.2)を参照。

ナリオについても、経済対策や平成29年度予算等により、雇用・所得環境の改善が続く中で、経済の好循環が更に進展し、民需を中心に景気は緩やかに回復していくと政府経済見通しを踏襲している。物価についても、景気回復により需給が引き締まっていく中での上昇を見込んでいる。

この結果を民間シンクタンクの平均的な見通しと比べると、実質経済成長率はその内訳を含め大きな差はないが、名目経済成長率は1%ポイント程度の差が見られる。

この理由はGDPデフレーター上昇率の違いであり⁴、近年の政府経済見通しと同様に、年央試算でもシンクタンク見通しと比べて物価への見方は強気という状況が続いている。

(3) 先行き景気への視点

我が国経済は、実質経済成長率が四半期ベースで1年半もプラス成長が続いており(図表1、2)、傾向としては緩やかな景気回復が進んでいる。そのような中で、民間シンクタンクは、今後も緩やかな景気回復が続くという政府とおおむね同様のシナリオを描いており、実質経済成長率等の見通しも似通った数値となっている。この理由としては、企業収益が増勢を保ち労働市場のひっ迫状況も続いていること、2016年下半期頃より世界経済が持ち直しに向かう中で

図表3 2017年度の政府・シンクタンクの見通し

	政府経済見通し	年央試算	シンクタンク見通し
	対前年度比増減率(%)		
実質GDP	1.5	1.5	1.5
内需	(1.4)	(1.3)	(1.3)
民間最終消費支出	0.8	0.9	1.0
民間企業設備投資	3.4	3.6	3.3
公的固定資本形成	4.2	4.1	2.8
外需	(0.1)	(0.2)	(0.1)
財貨・サービスの輸出	3.2	4.6	4.9
名目GDP	2.5	2.5	1.6
GDPデフレーター	0.9	0.9	0.1
消費者物価指数	1.1	1.1	0.7

(注1) 政府経済見通しは『平成29年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度』、年央試算は『平成29年度内閣府年央試算』の2017年度見通し。シンクタンク見通しは『ESPフォーキャスト調査』における各社の2017年度見通しの平均値(小数点第2位で四捨五入)。

(注2) 内需、外需の数値は実質GDPへの寄与度。

(注3) シンクタンク見通しのGDPデフレーターは、名実成長率の差として算出。

(注4) 消費者物価指数は、シンクタンク見通しは生鮮食品を除く指数。他は、総合指数。

(出所) 『平成29年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度』、内閣府『平成29年度内閣府年央試算』、日本経済研究センター『ESPフォーキャスト調査』(2017.8.9)

⁴ 名目経済成長率=実質経済成長率+GDPデフレーター伸び率であるため。

生産や業況が底を打ち回復に転じているといった点を官民とも同じように評価しているためと考えられる。

ただし、官民の見通しにおいては、シナリオはおおむね同じであるものの、物価上昇率の見方は異なっている（図表3）⁵。これは、デフレ脱却が早急に実現できるかという点についての見方の違いとも言えよう。デフレ脱却の早期実現は、我が国経済が単なる一時的・短期的なものにとどまらない本格的な景気回復軌道を進むため⁶、ひいては中長期的な我が国の成長力を維持していくためにも重要であると思われ、その行方が注視される。

以上のような視点から、本稿の本論では、先行き経済に係るトピックスとして、今後の物価動向に焦点を絞って見ていくこととする。

2. 今後の物価動向

（1）物価指標や関連指標の動向

主要な物価指数の推移を確認すると（図表4）、2014年4月の消費税率引上げより前の期間においては、消費者物価指数（総合）は動きが乏しく、下落傾向が目立っていたGDPデフレーターと内需デフレーターは2012年頃に下げ止まっている。その後、3指標とも2014年4月の消費税率引上げにより急上昇したものの、以降は同じような水準にとどまっている⁷。持続的に物価が下落しているという状況ではないが、インフレが恒常化している訳ではなく、「物価が持続的に下落する状況を脱し、再びそうした状況に戻る見込みがない」⁸とまでは言い切れない。

年央試算では、需給が引き締まるため物価が上昇するというシナリオを描いているが、国全体の需給の引き締め度合いの代理変数と位置付けられるGD

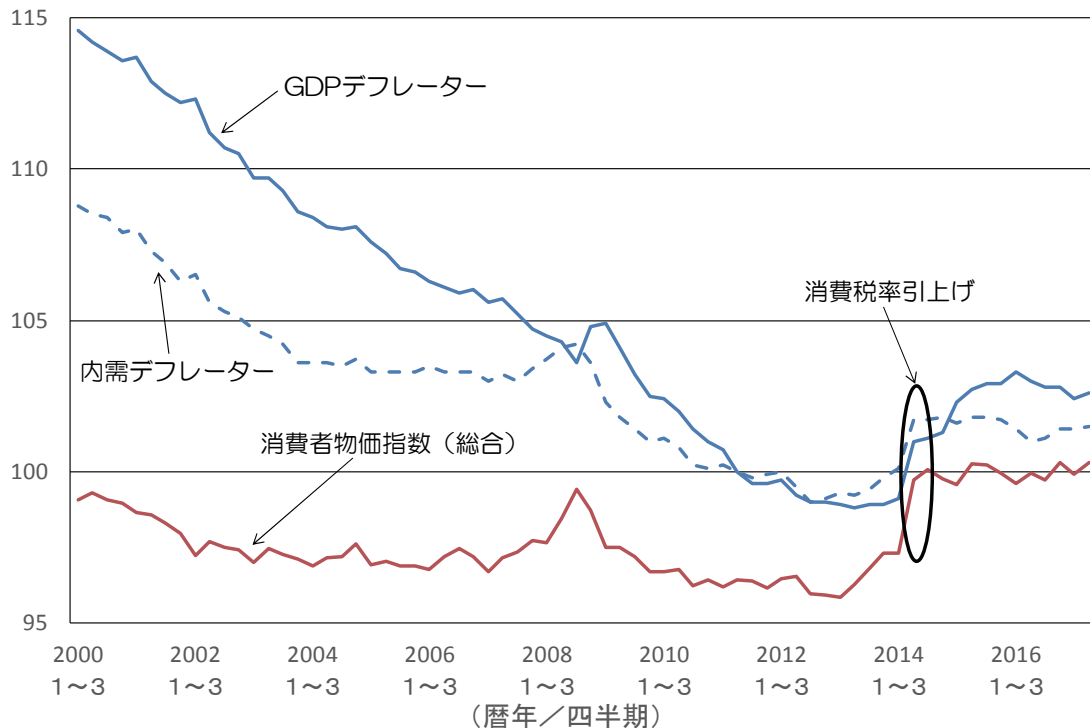
⁵ 図表3の見通しは今回のGDP速報が織り込まれていないが、4～6月期のGDPデフレーター（前年同期比）は1～3月期と比べ▲0.8%→▲0.4%（季節調整済指数（前期比）は▲0.4%→0.2%）と改善度合いは限定的であり、物価への判断が劇的に変わることは想定しがたい。

⁶ デフレと経済の関係について見ると、同じ時点においては、デフレは経済活動の結果であるとも考えられるが、デフレ状態が所与である場合、例えば設備投資を行うことで得られる将来売上見込みが減少するため設備投資を抑制するというように、デフレが将来も続くと予想されることにより、現在の経済に時点差（期待）を通じた効果を与える可能性が考えられる。

⁷ 消費者物価指数と異なりGDPデフレーターは2015年にかけて緩やかに上昇しているが、原油価格急落に伴う輸入デフレーター的大幅低下という計数的な理由が大きく、輸出入物価の影響を除いた内需デフレーターにそのような動きは見られない。なお、名目値＝実質値×デフレーターという関係から、輸入デフレーターの下落は名目輸入額を押し下げる、すなわち名目GDPを押し上げるため、その他条件を一定にするとGDPデフレーターは上昇する。

⁸ 内閣府「デフレ脱却の定義と判断について」（2006.3）におけるデフレ脱却の定義。

図表4 主要な物価指数の推移



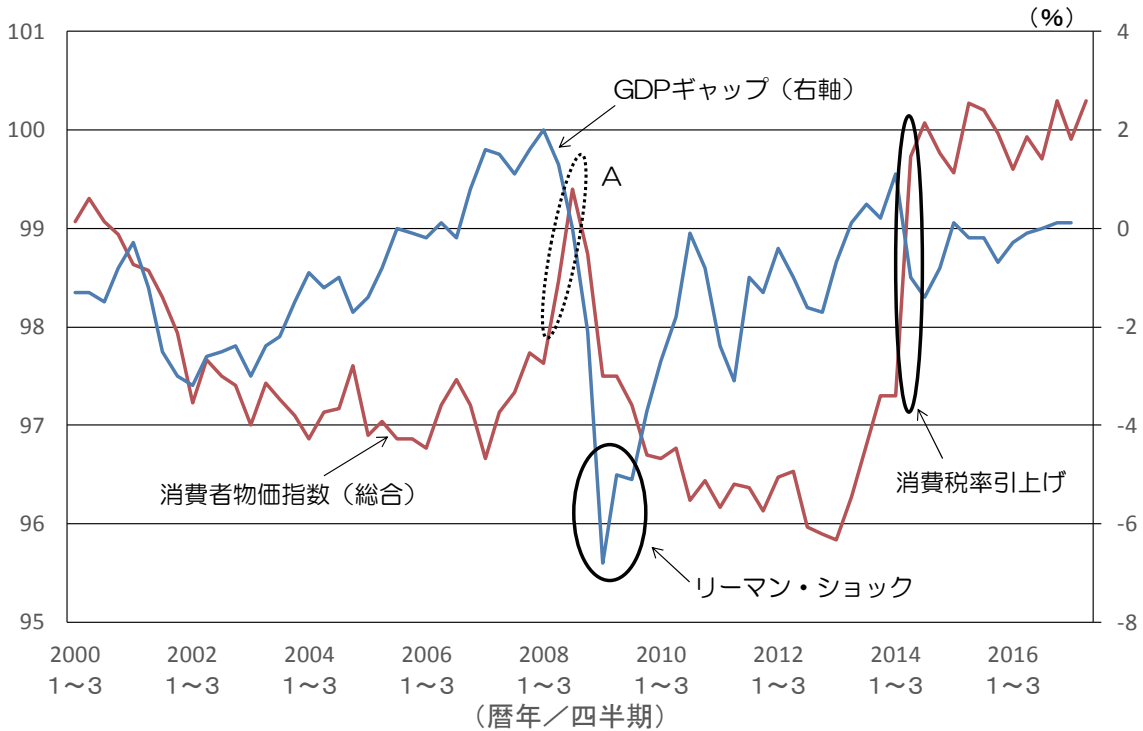
(注1) 消費者物価指数(総合)は2015年を100とする指数。その他は2011年を100とする季節調整済指数。
 (注2) 消費者物価指数は、その四半期に属する3か月の平均値を当該四半期の値とした。
 (出所) 内閣府『2017年4~6月期四半期別GDP速報(1次速報値)』、総務省『消費者物価指数』

Pギャップ⁹と物価の推移を見ると(図表5)、リーマン・ショック後の数年間を除くとGDPギャップが改善している期間は消費者物価指数(総合)も上昇傾向にあると思われるが、目立った物価上昇は消費税率の引上げや生鮮食料価格急騰(図表5、A)などの特殊要因が理由と見られる時期に限定されており、少なくとも2000年以降に見られた程度のGDPギャップの改善では、大きな物価上昇圧力にはつながらなかったと言えよう¹⁰。

賃金の上昇は、①人件費の増加により企業が販売価格を引き上げる誘因になること、②需給が十分に引き締まって相応の物価上昇に至ったとすると、一義的には家計の購買力が奪われ景気が冷え込む(=需給が緩む)ことになるが、

⁹ 需給ギャップとも呼ばれ、経済全体の総需要と供給力の差を示す指標。プラスであるときは需要に対して供給が、マイナスのときは供給に対して需要が不足していることを意味している。
¹⁰ 内閣府『平成29年度年次経済財政報告』が指摘しているように物価とGDPギャップが時差をもった相関関係にある可能性はあるが、本稿では方向性よりも結果としての物価上昇圧力により焦点を当てるため、図表5のように10年以上の期間におけるGDPギャップと物価の推移を対比させ、方向性はある程度符合しているものの、図表5の期間における程度のGDPギャップの上昇では目立った物価上昇圧力をもたらしていないという点のみを取り上げた。

図表5 GDPギャップと消費者物価指数の推移



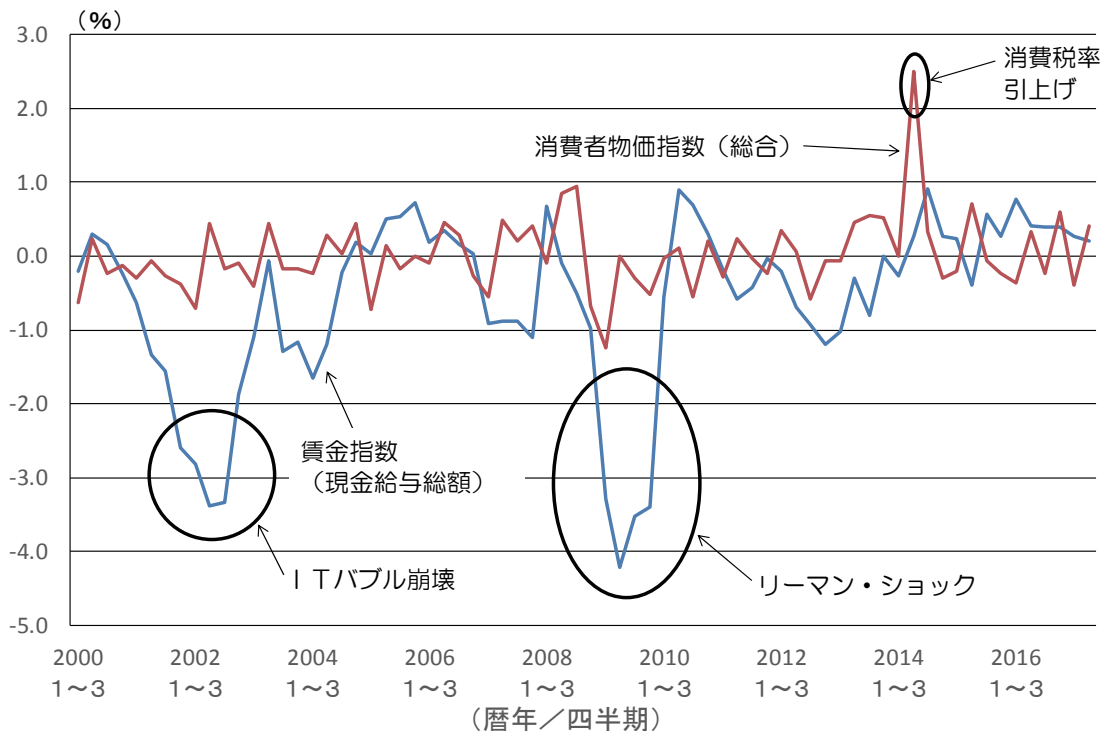
(注1) 消費者物価指数(総合)は2015年を100とする指数で、その四半期に属する3か月の平均値を当該四半期の値とした。
 (注2) GDPギャップのデータは内閣府HPより。GDPギャップ(%) = (実際のGDP - 潜在GDP) / 潜在GDP。潜在GDPは、経済の過去のトレンドからみて平均的な水準で生産要素を投入した時に実現可能なGDPと定義されている。
 (出所) 内閣府HP<<http://www5.cao.go.jp/keizai3/getsurei/getsurei-index.html>>、総務省『消費者物価指数』

物価と同レベルで賃金が継続的に上昇する場合には家計の購買力を維持できるため景気が冷え込まない(=需給が緩まない)こと等の理由から、いわゆる「良い物価上昇」の重要な要因と見られている。そこで、賃金と物価の伸び率の推移を見ると(図表6)、ITバブル崩壊やリーマン・ショックに伴い賃金が大幅に下がった時期や消費税率引上げの時期を除いては、いずれもゼロ近傍で推移しており、即時的にはともかくある程度の関係性はあると思われる。ただし、結果として特殊要因があった時期以外の物価は一時的に1%程度に到達する程度の伸びであったことから、少なくとも2000年以降に見られた程度の賃金の伸びによる貢献は限定的であったと考えられる。

(2) 物価上昇を阻む構造的な問題

ここまで2000年以降の物価及びその関連指標の動向を見てきたが、物価が下げ止まりこそすれなかなか上昇に転じていないだけでなく、関連指標も

図表6 賃金と消費者物価指数の伸び率の推移



(注) 消費者物価指数(総合)、賃金指数(現金給与総額、季節調整済指数)は2015年を100とする指数で、その四半期に属する3か月の平均値を当該四半期の値とし、その上で伸び率を計算した。

(出所) 厚生労働省『毎月勤労統計』、総務省『消費者物価指数』

ショック期における大幅なマイナスを除くと比較的緩慢な動きであった。このため、物価の上昇が見られなかったのは、需給の引き締め(GDPギャップ)や賃金上昇の度合いが足りなかったからなのか、あるいは因果関係が明確ではなくなってきたのかという点は、やや判然としない面もある。

そうした中で、デフレ・マインドの定着化など、物価上昇の障害となり得る構造的な要因の存在が指摘されている。デフレ・マインドの下では、人々の行動の際にデフレが前提となることにより、(先行きの売上や収益の減少を見込んで)企業は設備投資や人件費を抑制するため、賃金の継続的かつ十分な上昇が期待できない家計は消費を手控え、その結果として売上や企業収益が落ち込み、物価も下落するという状況(デフレ・スパイラル)に陥る¹¹。もちろん、現在の我が国は、既に物価が持続的に下落しているという状況にはなく、企業の設備投資や人件費抑制姿勢もデフレ期のままといい状況にはないと見られるものの、デフレが長期化したことによりこうした行動パターンや考え方が広く根

¹¹ 早川(2015)、黒田東彦「「2%」への招待状 日本経済団体連合会審議委員会における講演」、2014年12月。

付いた結果、近年において企業収益が大幅に伸びても設備投資や賃金の拡大が容易に進まなかったのではないかという見方もなされている¹²。

また、物価上昇に対する家計の警戒感は現在も強いままであることから、企業が生産活動に伴うコストが高まったとしても、売上の減少を恐れて適切な価格転嫁を行うことができていないという指摘もある¹³。これもデフレ・マインドの下での行動と考えられ、デフレ期と同様に、企業が設備投資や人件費を抑制することでコストの増加を吸収するという悪循環に陥ることが懸念される。

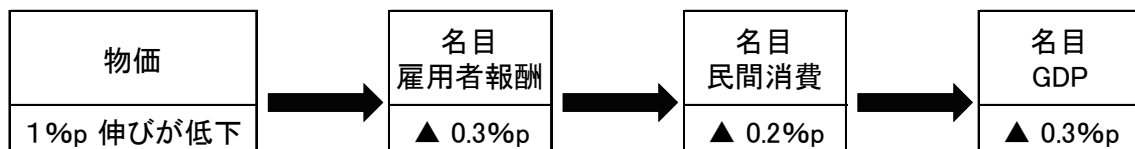
こうしたデフレ・マインドについては、近年は物価が持続的に下落しているという状況にはなく、緩やかながら景気回復やそれに基づく賃金上昇などが進んでいることなどを背景に、デフレ期と比べある程度は払拭されつつあると思われる。しかし、そもそも企業はその事業を行うことによる期待収益に照らし合わせて設備投資や人件費の支出を決定することを踏まえると、デフレ脱却だけではなく、人口減少による市場の縮小度合いや、中国などが台頭する中での対外競争力の保持の可否といった我が国の総合的な成長力への見込みが企業の支出行動を左右すると考えられる。こうした点を勘案すると、即効性は乏しいかもしれないが、成長戦略などによる構造的な問題への対処がデフレ脱却を含めた我が国経済の中長期的な成長には求められることとなる。

(3) 物価上昇の遅れに伴う我が国経済への影響試算

本稿では、物価だけではなく需給の引き締めや賃金の伸びも緩慢であること、物価上昇の障害となり得るデフレ・マインドなどの要因の存在を指摘した。

では物価上昇が遅れた場合¹⁴、我が国経済へどのような影響があるのかを試算すると(図表7)、物価の伸びの1%ポイント程度の低下により、名目雇用者

図表7 物価上昇の遅れによる影響 (2017年度、試算)



(注) “p”はポイント。数字は、2017年以降の物価(脚注14参照)が1%ポイント低下した場合の2017年度の伸び率の落ち込み幅を示す。

(出所) 筆者試算による

¹² 早川(2015)など。

¹³ 内閣府(2017)など。

¹⁴ 2017年度以降の国内企業物価指数、消費者物価指数(生鮮食品除く総合)の伸びが1%ポイント程度低下すると仮定した。

報酬が0.3%ポイント程度悪化し、名目民間消費は0.2%ポイント程度、名目GDPは0.3%ポイント程度減少するという結果となった^{15,16}。

なお、試算に用いたモデルの構造上、デフレ脱却の遅れが（デフレ・マインド下での）企業の期待収益の引下げにつながったとした場合の影響は勘案していない。このような要因も加味するならば、より大きな影響をもたらされる可能性もあると考えられる。

補論 「平成29年7月九州北部豪雨」による経済への影響

6月30日から7月初旬における福岡県及び大分県を中心とした豪雨により、両県を中心に大きな被害が及んでいる。本稿執筆時点では農林水産関係だけでも被害額は35道府県で900億円を超え¹⁷、報道によると福岡県及び大分県で明らかになっている被害だけで1,500億円近くに上ると見られているが¹⁸、被害の全容はまだ解明されていない。特に、河川の氾濫により堆積した土砂・流木がインフラや家屋などの復旧の障害となり、被災者の生活再建の遅れにつながるものが懸念されている。

生産面の打撃に関しては、相次ぐ工場の操業停止などによる部品供給の停滞が内外のサプライチェーンに大きな影響を及ぼした東日本大震災と比べると、平成29年7月九州北部豪雨によるこうした影響は限定的と見られており、平成28年熊本地震の時と比べても、九州地方の企業の景況感については悪化度合いが少ない（内閣府『景気ウォッチャー調査』（平成29年7月調査結果））。ただし、同調査においては、平成29年7月九州北部豪雨や猛暑を理由として、九州地方の小売業及び飲食業においては家計の消費意欲の減退が、観光業では観光客の減少などが指摘されており、最終的にどの程度の影響が及ぶのかは不透明である。

今年の夏は、平成29年7月九州北部豪雨に加え、7月下旬の梅雨前線に伴う大雨や8月上旬の台風5号に伴う大雨など自然災害が断続的に発生しており、九州地方を中心に多くの地方で被害が見られている。こうした大雨による直接的な被害に加え、それに伴うマインドの萎縮による影響も懸念される。

¹⁵ 試算はマクロモデルによるものであり、結果は幅を持って見る必要がある。

¹⁶ 名目値が物価と同率までは減少していないため、GDP及びその構成要素の実質値は、定義上対照的に押し上げられている（脚注4参照）。ただし、これはデフレ期にも見られた物価下落による計数的なかさ上げに過ぎない。

¹⁷ 農林水産省HP<<http://www.maff.go.jp/j/saigai/ooame/20170630.html>>。8月17日現在。

¹⁸ 日本経済新聞電子版(2017.8.5)。

【参考文献】

鈴木克洋「我が国における物価の現状と物価の変動要因の整理」『経済のプリズム』

第 114 号、参議院事務局企画調整室、2013 年 6 月

内閣府『平成 29 年度年次経済財政報告』、2017 年 7 月

早川英男「「デフレ・マインド」は転換するか？」富士通総合研究所、2015 年 3 月

<<http://www.fujitsu.com/jp/group/fri/column/opinion/201503/2015-3-4.html>>

(内線 75044)