

日本経済

Point of View~エコノミストの見方~

24年10-12月期 GDP ポイント解説~オントラックの証左~

主任研究員 飯田 馨 Tel:026-224-0508 Mail:kaoru.iida@neri.or.jp

1. 見方によって評価が分かれる結果~見かけよりも内容は悪いが、事前予想よりも良い~

■ 今月17日、内閣府より四半期別GDPの1次速報が公表された。結果としては、前期比+0.7%（前期比年率+2.8%）と三四半期連続のプラス成長となり、市場予想（同+0.3%）を大きく上回った（図表1）。また、同時に4-6月期、7-9月期も上方改定されたほか、2024暦年でもIMFなど国際機関がマイナス成長を予測する中で前年比+0.1%と薄氷ながらプラスを維持するなど、総じて悪くない結果だったと言えるだろう。

■ もっとも、需要項目毎に内容を見ると、見方によって評価が分かれる結果だったと言える。すなわち、虚心坦懐にデータをみれば、個人消費は同+0.1%と伸び率が鈍化するなど、内需は停滞感がみられており、ヘッドラインほど楽観できる内容ではない。また、今回、プラス成長となった原動力である外需のプラスも、（控除項目である）輸入の減少が寄与していることから、総じて国内需要の弱さが反映された形と評価できる。

他方で、筆者は、米類や生鮮食品の価格高騰などにより、消費マインドが悪化する中で個人消費はマイナスに転化するとみていたが、実質所得が冬のボーナス増加等を背景に大幅に増加（前年比+3.3%）したこともあり、個人消費は三四半期連続でプラスとなったことはポジティブサプライズであった。また、設備投資も半導体製造装置といった機械投資を中心に増加しており、このところ一進一退ながらも底堅い動きと評価できる。このため、事前に悲観的な予想をしていた人にとっては、実質所得の上振れを背景に思いのほかポジティブな結果だったと言えるのではないかと。

図表1 四半期別実質GDP概況表

	前期比(%), 寄与度(%pt)		2024年				寄与度(%pt)
	2023年 7-9月期	2023年 10-12月期	2024年 1-3月期	2024年 4-6月期	2024年 7-9月期	2024年 10-12月期	2024年 10-12月期
国内総生産	▲ 0.9	▲ 0.1	▲ 0.5	0.7	0.4	0.7	***
個人消費	▲ 0.6	▲ 0.1	▲ 0.5	0.7	0.7	0.1	0.1
民間住宅	▲ 0.8	▲ 1.2	▲ 2.8	1.4	0.5	0.1	0.0
設備投資	▲ 0.3	1.9	▲ 0.4	1.1	▲ 0.1	0.5	0.1
公共投資	▲ 2.0	▲ 1.8	▲ 2.0	5.7	▲ 1.1	▲ 0.3	▲ 0.0
純輸出(寄与度)	0.0	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.1	0.7	0.7
輸出	0.7	2.8	▲ 4.1	1.7	1.5	1.1	0.2
輸入	0.4	3.1	▲ 2.8	3.0	2.0	▲ 2.1	0.5
内需・寄与度	▲ 1.0	0.0	▲ 0.2	1.1	0.5	▲ 0.1	
外需・寄与度	0.0	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.1	0.7	

(資料)内閣府「四半期別GDP速報」

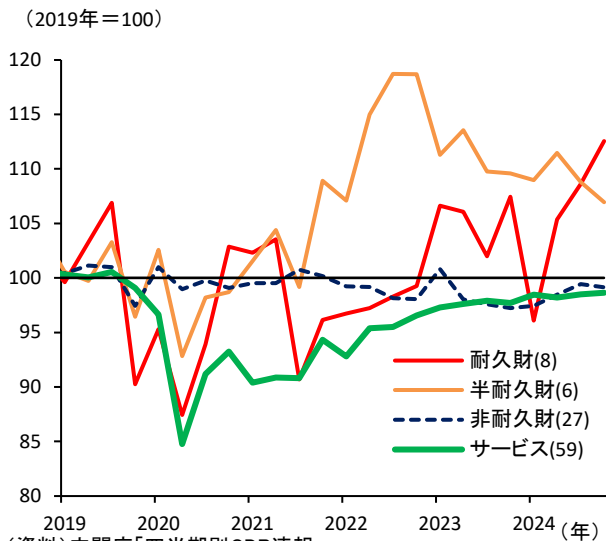
2. 主な需要項目の動き

(個人消費)

■ 最大の需要項目である個人消費は、前期比+0.1%と三四半期連続でプラスを維持した。価格高騰が続く食料品などの非耐久財や、季節衣料の販売が不冴えだった衣料品などの半耐久財は減少したものの、エアコンなどの耐久財や宿泊などのサービス消費がプラスとなった（図表2）。この原動力になったのは雇用者報酬の改善で、冬のボーナスの増加などを背景に三四半期連続でプラスとなった（図表3）。実質所得は着実に

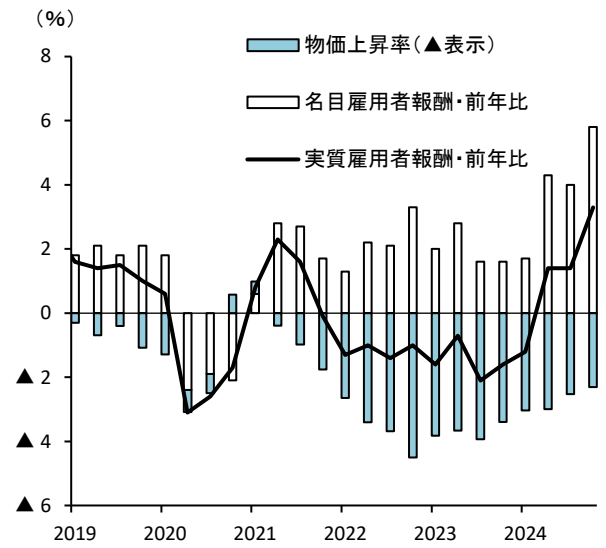
改善を続けており、今後を見通す上では安心材料である。もっとも、食料品の価格高騰による消費マインドの悪化は引き続き懸念材料で、当面は所得の増加ほど支出が伸びない展開が続く可能性もあるだろう。

図表2 形態別家計最終消費支出



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」
(注)括弧内は2019年の家計最終消費支出に占める割合。

図表3 雇用者報酬

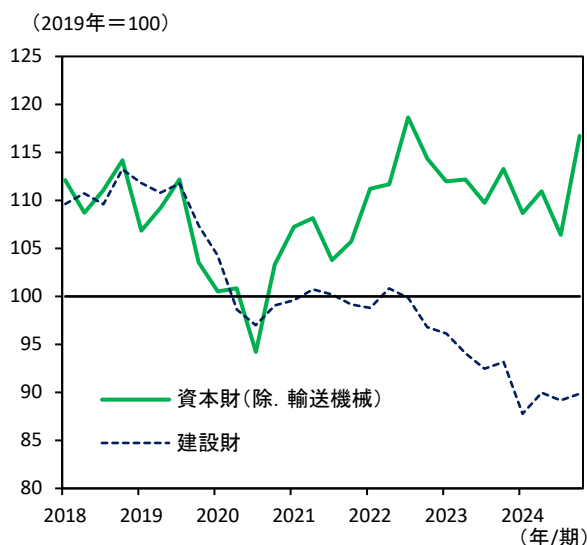


(資料)内閣府「四半期別GDP速報」 (年)

(設備投資)

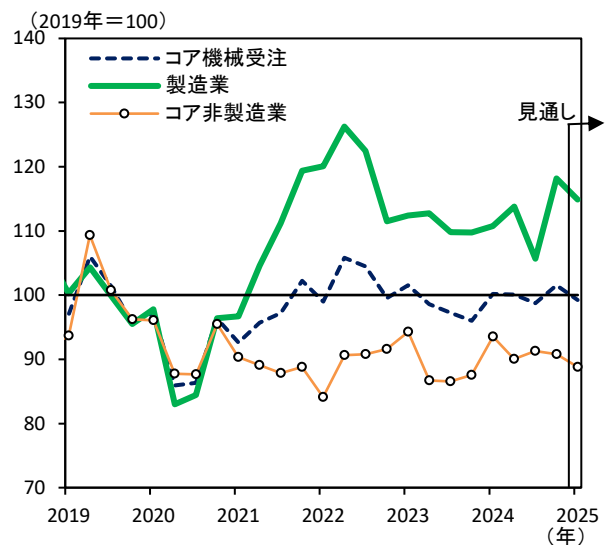
■ 設備投資は前期比+0.5%と、2四半期振りにプラス転化した。個別統計をみる限り、機械投資関連が増加した模様だが、均してみれば一進一退である(図表4)。人手不足による建設工事の進捗遅れなど供給制約要因もあるだろうが、以前、拙コラム¹でも指摘した通り、製造業の稼働率が停滞する中で、グローバルな製造業の回復の遅れが先行き不透明感に繋がっている。トランプ政権による自動車への関税予告など先行き不透明感の高さは、引き続きリスク要因として意識しておく必要があるだろう。実際、機械受注統計をみると、25/1-3 月期は再びマイナス転化の見通しとなっており、引き続き横ばい圏内の動きに止まっている(図表5)。

図表4 資本財・建設財総供給



(資料)経済産業省「鉱工業出荷内訳表・総供給表」

図表5 機械受注



(資料)内閣府「機械受注統計」
(注) コアは船舶、電力を除いたもの

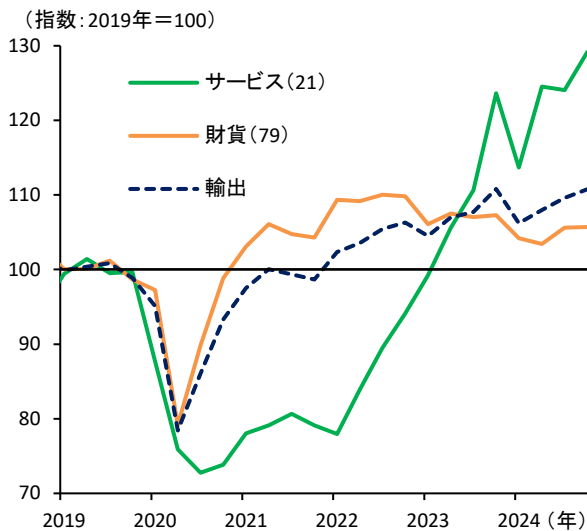
¹ 1/29 日付コラム「日本経済：機械投資に底入れ感も本格的な回復は見通せず」

(輸出)

■ 輸出は、財がほぼ横ばいとなる中、インバウンド消費などのサービス輸出が回復したため、前期比+1.1%のプラスとなった(図表6)。財輸出は、自動車関連を中心に米国向けが減少した一方、中国向けが持ち直し、結果としてほぼ横ばいであった。財輸出が横ばいに止まる中、製造業の停滞感は強まっている。

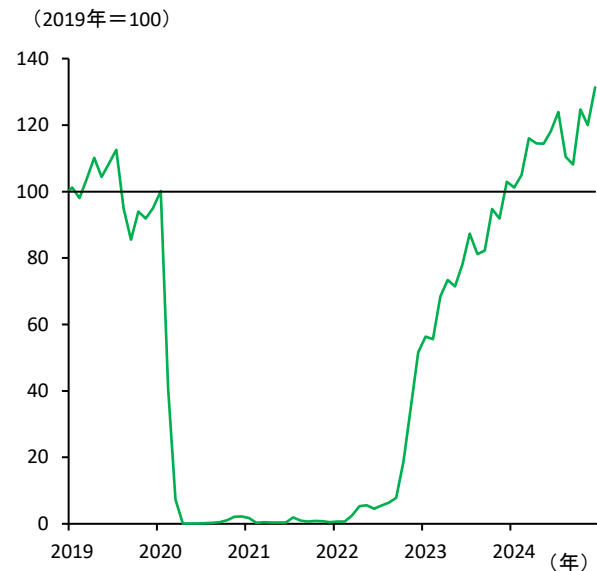
他方、訪日外客数は、7-9月期は、為替円高や台風接近による航空便の欠航、南海トラフ地震臨時情報の発令などにより一時的に下振れたが、10-12月期はその反動もあり明確に回復した(図表7)。

図表6 実質輸出



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」
(注)括弧内は2019年の輸出に占める割合。

図表7 訪日外客数



(資料)JNTO「訪日外客統計」

3. デフレータの動き～賃金インフレの傾向が強まる中、日銀の利上げを後押し～

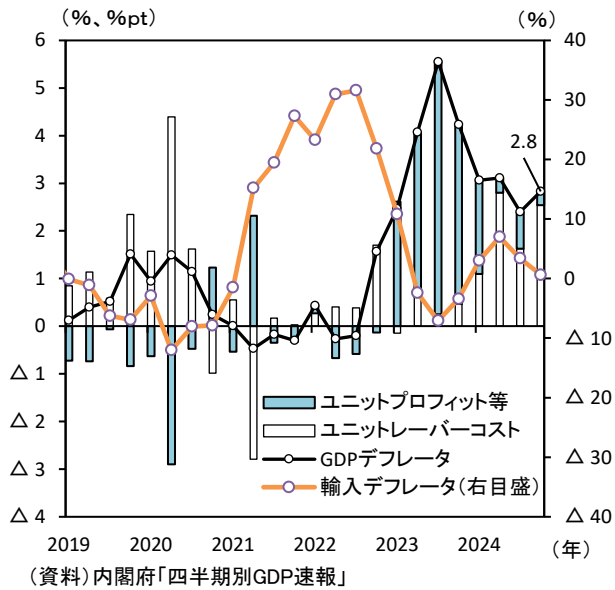
■ 輸入物価の影響を除いた、いわゆるホームメイドインフレの指標である GDP デフレータは前年比+2.8%と、2四半期振りに上昇した。図表8で、デフレータの変化の寄与を労働者等の賃金に当たるユニットレーバークスト、企業の収益等にあたるユニットプロフィット等²別にみると、10-12月期はユニットレーバークストが上昇寄与の大半であったことが分かる。これは、賃金の上昇が明確にインフレ圧力に繋がっていることを表しており、(最近あまり使わなくなったが)植田総裁の言葉を借りれば“第2の力³”が強まっていることを示唆している。追加利上げを展望する日銀にとっては“オントラック”であることの重要な証左となるだろう。

なお、この間の GDP デフレータの動きを振り返ると、21年以降の猛烈な輸入インフレを受けて、コスト増加分の価格転嫁が進展したが、その後の交易条件の改善局面で、企業収益(ユニットプロフィット等)が先行する形で改善したため、足もと時間差をもって賃上げが進み、ユニットレーバークストの増加に繋がっていることがわかる(図表8, 9)。今後は、労務コストの増加が企業収益の圧迫要因となることが見込まれる中、企業収益の下振れによる賃上げ機運の下押しリスクには留意が必要であろう。また、生産性の改善を伴わないユニットレーバークストの増加は、物価の上振れ要因となるため、日銀は物価の上振れ・下振れ両面のリスクを慎重に見極める必要がある。

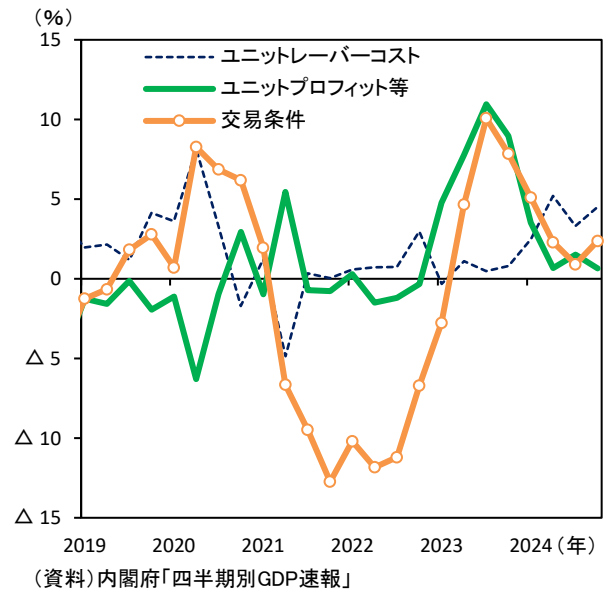
² 利潤のほかに、減価償却費や間接税などが含まれている。

³ “第1の力”とは、「輸入物価上昇を起点としたコストプッシュ圧力が物価を押し上げる力」。“第2の力”とは、「景気が改善するもとの、労働需給の引き締め等を背景に、賃金と物価が相互に関連しながら伸び率を高めていく力、つまり賃金と物価の好循環を指します」(植田総裁「読売読売国際経済懇話会における講演」<24/5月>より一部抜粋)。

図表8 GDP デフレーター



図表9 ユニットレーバークスト・ユニットプロフィット等・交易条件



以上

【Disclaimer】

本資料は、情報提供を目的として作成したもので、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく書類ではありません。当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当研究所は責任を負いません。当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。当資料は執筆者が信ずるに足ると判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。当資料の内容に関する一切の権利は当研究所にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。本資料で示された意見は執筆者に属し、必ずしも当研究所およびグループ会社の見解を示すものではありません。