

2018年6月8日 全7頁

## Indicators Update

# 2018年1-3月期 GDP 二次速報

一次速報から変わらず前期比年率▲0.6%、内外需ともに一旦成長足踏み

経済調査部  
エコノミスト 小林 俊介

### [要約]

- 2018年1-3月期の実質GDP成長率（二次速報）は前期比年率▲0.6%（前期比▲0.2%）と、一次速報と変わらず、市場コンセンサス（前期比年率▲0.4%、前期比▲0.1%）を下回った。需要項目別で見ると、法人企業統計の結果を受けて、設備投資は上方修正されている。また、基礎統計の直近値の反映により、個人消費と公共投資が小幅に下方修正された一方で、民間住宅のマイナス幅は縮小した。なお、在庫投資の寄与度はマイナス幅が小幅に拡大した。総じて言えば顕著な改訂はなく、一次速報と同様に、内外需ともに一旦成長が足踏みする結果となった。
- 先行きの日本経済は、2017年度に揃っていた好材料が剥落する格好で、踊り場局面に入る公算が大きい。輸出は①米国を中心とした在庫循環上の回復、②共産党大会を控えた中国経済の加速、③財政緊縮から拡張への移行に伴う欧州経済の回復により加速してきたが、これらの効果は一旦消失に向かう。内需についても、自動車を中心とした耐久財の買い替えサイクルが昨年末以降消失している。もっとも、マイナス成長が続くとの見方は悲観的過ぎる。生鮮食品価格高騰による消費抑制効果は一巡した。主要輸出先における天候不順の影響も一巡し、米国における減税効果の発現も期待されている。原油価格高騰の負の効果には留意が必要だが、景気後退リスクを織り込むのは時期尚早だ。

※当社は、6月8日（金）に「第197回日本経済予測（改訂版）」の発表を予定している。

## 一次速報から変わらず前期比年率▲0.6%

2018年1-3月期の実質GDP成長率（二次速報）は前期比年率▲0.6%（前期比▲0.2%）と、一次速報と変わらず、市場コンセンサス（前期比年率▲0.4%、前期比▲0.1%）を下回った。

需要項目別で見ると、法人企業統計の結果を受けて、設備投資は上方修正されている（前期比▲0.1%→+0.3%）。形態別総固定資本形成の推移を確認すると、17年中盤から弱含んでいた「輸送用機械」が同+5.1%となり、全体を押し上げたほか、「その他の建物・構築物」も同+1.1%と増加した。他方で増加な拡大を続けてきた「その他の機械設備等」が同▲1.5%と減少に転じている。「知的財産生産物」は同+0.1%とおおむね横ばいの推移となった。

在庫投資の寄与度はマイナス幅が小幅に拡大した（前期比寄与度▲0.1%pt→▲0.2%pt）。一次速報の段階で仮置き値となっていた原材料在庫のマイナス幅が同▲0.2%pt（一次速報：同▲0.1%pt）と拡大したことが重石となっている。

その他の項目としては、基礎統計の直近値の反映により、個人消費（前期比▲0.0%→▲0.1%）および公共投資（同+0.0%→▲0.1%）が下方修正された一方で、民間住宅のマイナス幅は縮小した（同▲2.1%→▲1.8%）。総じて言えば顕著な改訂はなく、一次速報と同様、内外需ともに一旦成長が足踏みする結果となった。

GDPデフレーターは、原油価格等を中心とした輸入価格の上昇に伴う交易条件の悪化などを反映し、前期比▲0.3%（一次速報段階では▲0.2%）となっている。名目GDPは前期比年率▲1.6%（前期比▲0.4%）と6四半期ぶりの減少となった。

### 2018年1-3月期 GDP（二次速報）

		2017				2018	
		1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	
						一次速報	二次速報
実質国内総生産 (GDP)	前期比%	0.7	0.5	0.5	0.3	▲0.2	▲0.2
	前期比年率%	2.7	2.1	2.0	1.0	▲0.6	▲0.6
民間最終消費支出	前期比%	0.6	0.7	▲0.7	0.3	▲0.0	▲0.1
民間住宅	前期比%	1.1	0.9	▲1.6	▲2.7	▲2.1	▲1.8
民間企業設備	前期比%	0.4	0.9	1.0	0.7	▲0.1	0.3
民間在庫変動	前期比寄与度%pt	0.1	▲0.1	0.4	0.2	▲0.1	▲0.2
政府最終消費支出	前期比%	0.3	0.4	0.1	0.1	0.0	0.1
公的固定資本形成	前期比%	0.0	4.7	▲2.6	▲0.4	0.0	▲0.1
財貨・サービスの輸出	前期比%	2.1	▲0.1	2.0	2.2	0.6	0.6
財貨・サービスの輸入	前期比%	1.6	1.8	▲1.3	3.1	0.3	0.3
内需寄与度	前期比寄与度%pt	0.6	0.8	▲0.0	0.4	▲0.2	▲0.2
外需寄与度	前期比寄与度%pt	0.1	▲0.3	0.5	▲0.1	0.1	0.1
名目GDP	前期比%	0.1	0.9	0.8	0.2	▲0.4	▲0.4
	前期比年率%	0.5	3.8	3.0	0.9	▲1.5	▲1.6
GDPデフレーター	前期比%	▲0.5	0.4	0.3	▲0.0	▲0.2	▲0.3
	前年比%	▲0.8	▲0.3	0.1	0.1	0.5	0.5

(注1) 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。

(注2) 前期比、前期比年率は季節調整値、前年比は原系列。

(出所) 内閣府統計より大和総研作成

## 輸出減速に加え、内需主要項目の多くがマイナスに転じる

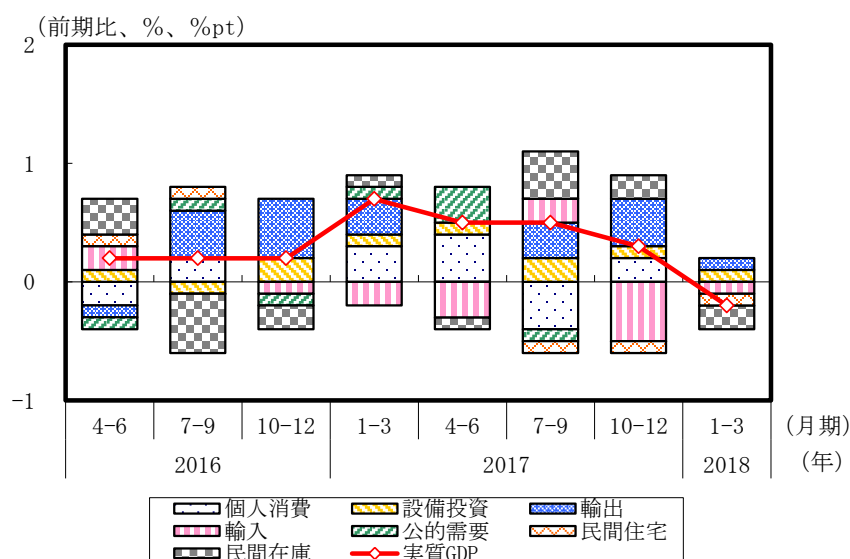
2018年1-3月期（二次速報）の結果に基づいて需要項目別の動向を改めて確認すると、民間最終消費支出は前期比▲0.1%と、2四半期ぶりの減少に転じた。財・サービス別の動向を見ると、「耐久財（同▲0.9%）」「半耐久財（同▲1.8%）」「非耐久財（同▲0.3%）」「サービス（同+0.2%）」と、総じて弱い内容となっている。1-3月期の消費環境を振り返ると、雇用・所得環境の改善を背景として、消費者マインドは良好な水準を保っていたものの、昨年秋の台風等の影響により生鮮野菜の価格が上昇したことや、1-2月に一部地域で大雪となったことが、消費の下押し要因となったとみられる。また、自動車を中心とした買い替えサイクルが昨年末以降消失しており、これらの要因から消費がマイナスに転じたと言えよう。

住宅投資は前期比▲1.8%と、3四半期連続で減少した。相続税対策等の押し上げ効果が消失しつつあるほか、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+0.3%と、6四半期連続の増加となったものの、伸び率は鈍化している。短期的な視野に立てば、伸び率が鈍化した背景として輸出の減速に伴う生産活動の停滞が挙げられよう。底流にある要因としては、資本ストック循環の成熟化、および資本財の供給制約の二つが挙げられる。前者については2010年度以降資本ストックの蓄積が長期化しており、一層の積み増しの必要性が薄らいでいることを示している。後者については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達しつつあることを示している。総合すると、量的な（＝実質ベースの）設備投資の成長速度は当面、緩やかなものにとどまる公算が大きい。

民間在庫変動は前期比寄与度▲0.2%ptと、3四半期ぶりにマイナス寄与となった。寄与度を分解すると、原材料在庫が同▲0.2%pt、仕掛品在庫が同+0.0%pt、製品在庫が同▲0.0%pt、流通品在庫は同+0.1%pt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）



公共投資はほぼ横ばい（前期比▲0.1%）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、2017年7-9月期以降は足踏みが続いている。

輸出は前期比+0.6%と、3四半期連続で増加したものの10-12月期に比べると減速した。1-3月期の貿易統計を見ると、減税効果等もあり米国向け輸出は回復したものの、中国を中心としたアジア向け輸出やEU向け輸出は減少した。中国向け輸出では、これまで好調な推移を続けてきた電子部品等を含む電気機器の輸出が低調だった。

### 2017年度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年度の実質GDP成長率を年度ベースで振り返ると、前年度比で+1.6%に加速し、3年度連続の拡大となった。成長の寄与度は内需が同+1.2%pt、外需が同+0.4%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た。2016年度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、消費のいずれも今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、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年度であったと言えよう。

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度比+0.9%と、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年度との対比では、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た可能性が高い。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たことが、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。また共働き世帯の増加、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。

住宅投資は前年度比▲0.3%と、3年度ぶりの減少に転じた。2014年度の消費増税前の駆け込み需要の反動から、2014年度から15年央まで住宅投資は減少に転じたが、2016年度は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から住宅需要は回復した。ただし前述したように、これらの要因が剥落していることに加え、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ている。

## 年度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)

年度	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
実質GDP	492.9	495.2	499.4	512.5	511.0	518.3	524.4	533.0
(前年比%)	3.2	0.5	0.8	2.6	-0.3	1.4	1.2	1.6
国内需要	491.7	498.9	507.2	522.9	518.3	525.3	527.4	534.0
(前年比%)	2.4	1.5	1.7	3.1	-0.9	1.3	0.4	1.3
民間最終消費	286.5	288.8	293.5	301.5	294.0	296.3	297.1	299.6
(前年比%)	1.4	0.8	1.6	2.7	-2.5	0.8	0.3	0.9
民間住宅投資	13.9	14.3	15.0	16.3	14.7	15.2	16.1	16.1
(前年比%)	2.5	2.9	5.1	8.3	-9.9	3.7	6.2	-0.3
民間設備投資	67.6	70.5	72.2	77.2	79.8	81.6	82.6	85.2
(前年比%)	2.0	4.3	2.4	7.0	3.3	2.3	1.2	3.2
民間在庫変動	1.2	1.5	0.9	-1.5	0.4	1.2	-0.2	0.3
政府最終消費	98.1	99.8	101.1	102.8	103.2	105.2	105.7	106.5
(前年比%)	2.1	1.7	1.3	1.7	0.4	1.9	0.5	0.7
公的固定資本形成	24.7	24.2	24.5	26.6	26.1	25.7	25.9	26.3
(前年比%)	-7.1	-1.9	1.3	8.6	-2.0	-1.6	0.9	1.4
公的在庫変動	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
財貨・サービス輸出	74.7	73.6	72.4	75.6	82.2	82.9	85.9	91.2
(前年比%)	17.9	-1.6	-1.6	4.4	8.7	0.8	3.6	6.2
財貨・サービス輸入	73.4	77.2	80.2	85.9	89.5	89.9	89.1	92.7
(前年比%)	12.1	5.2	3.8	7.1	4.2	0.4	-0.8	4.0

名目国内総支出(兆円)

年度	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
名目GDP	499.3	494.0	494.5	507.2	518.5	533.9	539.4	548.7
(前年比%)	1.5	-1.1	0.1	2.6	2.2	3.0	1.0	1.7
国内需要	493.4	498.6	503.2	521.1	527.2	534.3	534.0	543.9
(前年比%)	1.4	1.1	0.9	3.5	1.2	1.3	-0.1	1.9
民間最終消費	287.6	288.6	290.9	299.8	298.7	300.9	300.5	304.0
(前年比%)	0.2	0.4	0.8	3.0	-0.4	0.7	-0.2	1.2
民間住宅投資	13.9	14.3	14.9	16.6	15.5	16.1	17.0	17.3
(前年比%)	2.4	3.1	4.4	11.5	-6.7	3.5	5.9	1.6
民間設備投資	68.1	70.4	71.9	77.5	81.1	83.2	83.7	87.0
(前年比%)	0.9	3.4	2.1	7.8	4.6	2.7	0.5	4.0
民間在庫変動	1.0	1.4	0.7	-1.6	0.4	1.2	-0.3	0.1
政府最終消費	98.2	99.7	100.4	101.8	104.3	106.0	106.2	107.6
(前年比%)	1.7	1.6	0.6	1.5	2.4	1.6	0.2	1.3
公的固定資本形成	24.7	24.2	24.4	26.9	27.1	26.8	27.0	27.8
(前年比%)	-7.2	-1.9	0.8	10.2	0.9	-1.1	0.6	3.2
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	75.9	73.1	72.5	82.8	92.3	91.8	88.9	98.1
(前年比%)	14.7	-3.7	-0.8	14.1	11.5	-0.6	-3.1	10.3
財貨・サービス輸入	70.0	77.7	81.3	96.6	101.0	92.1	83.5	93.3
(前年比%)	15.3	11.0	4.6	18.9	4.6	-8.8	-9.3	11.6

デフレーター(2011年連鎖価格)

年度	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
GDPデフレーター	101.3	99.8	99.0	99.0	101.5	103.0	102.8	102.9
(前年比%)	-1.7	-1.5	-0.7	-0.0	2.5	1.5	-0.2	0.1
国内需要	100.3	99.9	99.2	99.6	101.7	101.7	101.3	101.9
(前年比%)	-1.0	-0.4	-0.7	0.4	2.1	0.0	-0.5	0.6
民間最終消費	100.4	100.0	99.1	99.4	101.6	101.6	101.1	101.5
(前年比%)	-1.2	-0.4	-0.8	0.3	2.2	-0.1	-0.4	0.3
民間住宅投資	99.8	99.9	99.2	102.1	105.8	105.7	105.4	107.4
(前年比%)	-0.1	0.1	-0.7	2.9	3.6	-0.1	-0.3	1.9
民間設備投資	100.8	99.9	99.6	100.3	101.6	102.0	101.2	102.0
(前年比%)	-1.1	-0.9	-0.4	0.8	1.3	0.4	-0.7	0.8
政府最終消費	100.1	100.0	99.3	99.0	101.0	100.7	100.5	101.0
(前年比%)	-0.5	-0.1	-0.7	-0.3	2.0	-0.2	-0.3	0.6
公的固定資本形成	100.0	100.0	99.6	101.1	104.1	104.6	104.2	106.0
(前年比%)	-0.1	0.0	-0.4	1.5	2.9	0.5	-0.3	1.7
財貨・サービス輸出	101.6	99.4	100.2	109.5	112.3	110.7	103.5	107.5
(前年比%)	-2.7	-2.2	0.8	9.3	2.6	-1.4	-6.5	3.8
財貨・サービス輸入	95.3	100.6	101.4	112.5	112.9	102.5	93.7	100.6
(前年比%)	2.9	5.6	0.8	11.0	0.3	-9.2	-8.6	7.3

(出所) 内閣府統計より大和総研作成

設備投資は前年度比+3.2%と、8年度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きたとみられる。2016年度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見られたが、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。

民間在庫変動は前年度比寄与度+0.1%ptと、2年度ぶりにプラス寄与となった。2015年後半のチャイナショックから2016年央のBrexitにかけて在庫を削減する動きが見られたが、これらへの過度な懸念が後退したことも手伝い、2017年度は「在庫の回復・積み増し局面」に当たっていた。公共投資は前年度比+1.4%と2年度連続の増加となった。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。

輸出は前年度比+6.2%と加速し、5年度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同+4.0%と、2年度ぶりに増加に転じた。

### 先行きは一旦踊り場局面入り

先行きの日本経済は、2017年度に揃っていた好材料が剥落する格好で、踊り場局面に入る公算が大きい。輸出は①米国を中心とした在庫循環上の回復、②共産党大会を控えた中国経済の加速、③財政緊縮から拡張への移行に伴う欧州経済の回復により加速してきたが、これらの効果は一旦消失に向かう。内需についても、軽自動車を中心とした耐久財の買い替えサイクルが昨年末以降消失している。

もっとも、マイナス成長が続くとの見方は悲観的過ぎる。生鮮食品価格高騰による消費抑制効果は一巡した。主要輸出先における天候不順の影響も一巡し、米国における減税効果の発現も期待されている。原油価格高騰の負の効果には留意が必要だが、景気後退リスクを織り込むのは時期尚早だろう。

個人消費は一進一退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ことにより、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。また、改正労働契約法への対応もあり非正規から正規への雇用形態の切り替えが2017年に進展し、所得環境が改善したとみられるが、足下でこうした動きが一服しつつある。加えて、自動車を中心として耐久財の買い替えサイクルが消失している点も見逃せない。ただし、短期的には生鮮食品価格高騰による消費抑制効果は一巡しており、消費減退の継続が想定されるような環境には現時点でない。

住宅投資の緩やかな減速は継続するとみている。相続税対策等の影響による押し上げ効果が剥落し、緩やかながらその反動が続いている。また、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。なお、仮に供給過多により住宅価格が崩れ始めた場合、負の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。ただし一時的には、2019年10月の消費税増税を見据えた駆け込み需要が生じ始めるとみられる2018年秋頃にかけて、一旦の回復が見られる可能性は十分考えられる。

設備投資は緩やかな増加を予想する。円高懸念は一旦後退し、潤沢な企業のフリーキャッシュフローが下支えの要因となろう。また、人手不足に対応した合理化・省人化投資や、収益性の向上を目的とした研究開発投資は息の長い拡大基調を維持するだろう。ただし、前述したように資本ストック全体を積み増す必要性が薄れていることに加え、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。公共投資については、補正予算の押し上げ効果が剥落し、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、先述の要因から一旦減速局面を迎えるものの、いずれ巡航速度での拡大傾向に復するとみている。リスクは上下双方にバランスが取れているとみられるが、アップサイドとしては米国の減税効果、ダウンサイドとしては米国を中心とした金利上昇の負の影響（設備投資や住宅投資に与える直接効果、金融市場を通じた負の資産効果、新興国からの資金流出など）や、保護主義的な動きを強める通商政策などの動向への注視を怠れない状況にある。