

2018年8月10日 全5頁

## Indicators Update

# 2018年4-6月期 GDP 一次速報

前期比+0.5%と大幅プラス転換。ただし上半期成長率は+0.1%にとどまる

経済調査部  
エコノミスト 小林 俊介

### [要約]

- 2018年4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.9%（前期比+0.5%）と2四半期ぶりのプラス成長に転換した。市場コンセンサス（前期比年率+1.3%、前期比+0.3%）からも大きく上振れしている。日本独自の要因である「季節調整の際に閏年調整を行っていない」事情から、1-3月期は弱く、4-6月期は強く数値が出た可能性も否定できないが、そうした事情を差し引いても今回の結果はサプライズを伴う強さであったと言える。もっとも、上半期（1-6月期）を昨年下半年期（7-12月期）と比較すると+0.1%成長にとどまっており、日本経済は踊り場局面にあるという弊社従来の判断に変化はない。
- 4-6月期の高い成長率にとりわけ貢献したのが内需である。民間最終消費支出は前期比+0.7%（1-3月期は同▲0.2%、1-6月期の対7-12月期成長率は+0.3%）、民間企業設備は前期比+1.3%（1-3月期は同+0.5%、1-6月期の対7-12月期成長率は+1.5%）となった。他方で外需の寄与度は2017年10-12月期以降3四半期に亘ってほぼゼロ近傍の動きが続いている。外需の寄与が剥落し、相対的に底堅い内需が緩やかな成長を支えているという構図が日本経済の現状の姿である。
- 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、踊り場局面に位置している。もっとも、潜在成長率を大幅に下回る成長率が続くとか、景気後退に突入するといった懸念は少ない。雇用者報酬は上向きのトレンドにあり、生鮮食品価格高騰による消費抑制効果も一巡している。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も顕在化している。通商摩擦問題の激化や原油価格高騰の負の効果、2019年10月に予定されている消費増税の影響には細心の注意が必要であるが、当面は潜在成長率前後の緩やかな成長が続くだろう。

※当社は、8月16日（木）に「第198回日本経済予測」の発表を予定している。

## 前期比+0.5%と大幅プラス転換。ただし上半期成長率は+0.1%にとどまる

2018年4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.9%（前期比+0.5%）と2四半期ぶりのプラス成長に転換した。市場コンセンサス（前期比年率+1.3%、前期比+0.3%）からも大きく上振れしている。日本独自の要因である「季節調整の際に閏年調整を行っていない」事情から、1-3月期は弱く、4-6月期は強く数値が出た可能性も否定できないが、そうした事情を差し引いても今回の結果はサプライズを伴う強さであったと言えよう。もっとも、上半期（1-6月期）を昨年下半年期（7-12月期）と比較すると+0.1%成長にとどまっており、日本経済は踊り場局面にあるという弊社従来の判断に変化はない。

なお、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が小休止していることを受け、前期比▲0.0%とマイナス幅を縮小した。ただし価格転嫁の動きは最終財を中心に弱い。結果として名目GDPは前期比年率+1.7%（前期比+0.4%、2四半期ぶりの増加）となった。

### 2018年4-6月期 GDP（一次速報）

		2017年			2018年		
		4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	1-6月期
実質国内総生産 (GDP)	前期比%	0.5	0.6	0.2	▲ 0.2	0.5	0.1
	前期比年率%	2.1	2.3	0.8	▲ 0.9	1.9	0.2
民間最終消費支出	前期比%	0.8	▲ 0.7	0.3	▲ 0.2	0.7	0.3
民間住宅	前期比%	1.3	▲ 1.3	▲ 3.0	▲ 2.3	▲ 2.7	▲ 5.1
民間企業設備	前期比%	0.5	1.2	0.8	0.5	1.3	1.5
民間在庫変動	前期比寄与度%pt	▲ 0.1	0.4	0.1	▲ 0.2	0.0	▲ 0.1
政府最終消費支出	前期比%	0.4	0.1	0.1	0.0	0.2	0.1
公的固定資本形成	前期比%	5.4	▲ 2.9	▲ 0.6	▲ 0.4	▲ 0.1	▲ 0.8
財貨・サービスの輸出	前期比%	0.2	2.1	2.1	0.6	0.2	1.8
財貨・サービスの輸入	前期比%	1.9	▲ 1.5	3.3	0.2	1.0	2.3
内需寄与度	前期比寄与度%pt	0.8	0.0	0.3	▲ 0.3	0.6	0.2
外需寄与度	前期比寄与度%pt	▲ 0.3	0.6	▲ 0.1	0.1	▲ 0.1	▲ 0.1
名目GDP	前期比%	0.8	0.8	0.3	▲ 0.4	0.4	▲ 0.0
	前期比年率%	3.2	3.2	1.1	▲ 1.5	1.7	▲ 0.1
GDPデフレーター	前期比%	0.3	0.2	0.1	▲ 0.2	▲ 0.0	▲ 0.1
	前年比%	▲ 0.3	0.1	0.1	0.5	0.1	0.3

（注）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。

（出所）内閣府統計より大和総研作成

## 外需の寄与が剥落し、相対的に底堅い内需が緩やかな成長を支える

4-6月期の高い成長率にとりわけ貢献したのが内需、とりわけ民間最終消費支出および民間企業設備である。民間最終消費支出は前期比+0.7%（1-3月期は同▲0.2%、1-6月期の対7-12月期成長率は+0.3%）となった。実質雇用者報酬の高い伸び（4-6月期は前期比+1.9%、1-3月期は同+1.2%）に支えられて堅調な推移を辿っている。1-3月期は野菜価格の高騰や悪天候により消費が抑制されていた面もあるが、4-6月期はこれらの要因が剥落したことにより、消費が持ち直したとみられる。財・サービス別の動向を見ると、拡大速度は緩やかではあるものの、底堅い成長の続く「サービス消費」（前期比+0.8%、3四半期連続プラス）が目玉を引く。その

他の財については、「非耐久財」（同▲0.1%）、「半耐久財」（同+0.1%）がほぼ横ばい、「耐久財」（同+2.6%）はマイナス成長となった前四半期から大きく改善した。

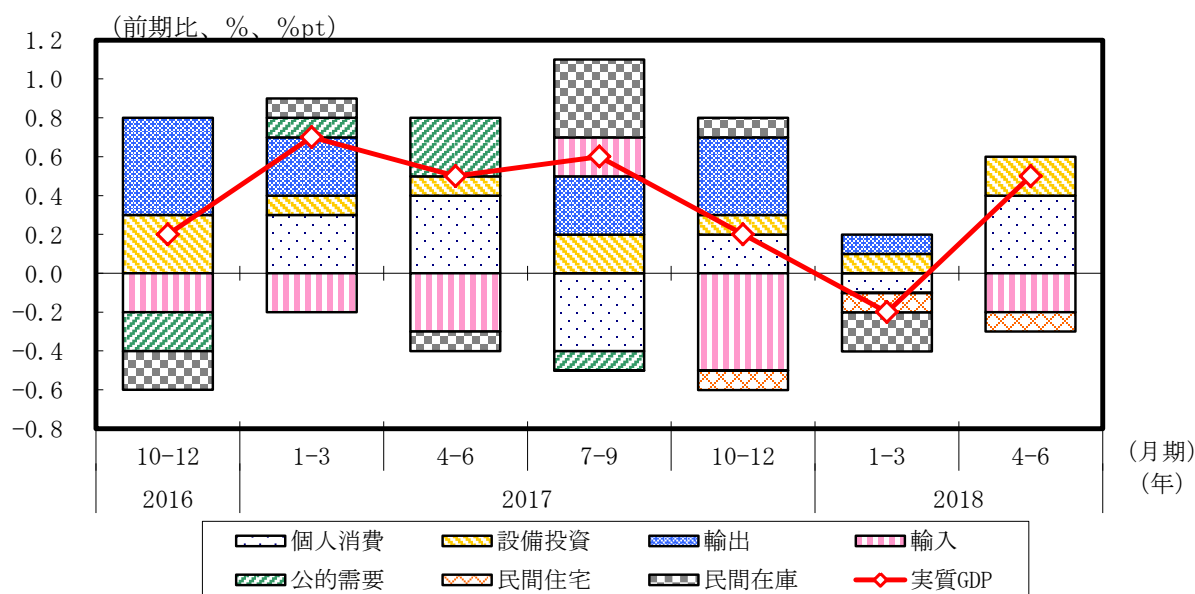
住宅投資は前期比▲2.7%と、4 四半期連続で減少した。相続税対策等の押し上げ効果が一服したほか、価格の上昇が需要を抑制し始めていること、そして住宅在庫が積み上がりつつあることなどが背景にあるとみられる。

民間企業設備は前期比+1.3%（1-3 月期は同+0.5%、1-6 月期の対 7-12 月期成長率は+1.5%）となった。好調な企業収益と低金利環境に支えられる形で堅調な推移が続いている。人手不足を背景とした省力化投資や研究開発投資の需要が底堅いことに加え、過去数年間の生産稼働率の改善に伴う能力増強への意欲も強まってきているようだ。もっとも、その伸び率はあくまで緩やかである。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マクロで見れば薄いであるためだ。また、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。

民間在庫変動は前期比寄与度+0.0%pt と横ばいとなった。GDP 一次速報段階で仮置きされる原材料在庫は同+0.1%pt、仕掛品在庫は同▲0.1%pt となっている。他方、流通品在庫は同+0.1%pt、製品在庫は同▲0.0%pt となった。

公共投資は前期比▲0.1%と 4 四半期連続の減少となった。2017 年 4-6 月期に前年度の補正予算の執行が集中した反動で、7-9 月期以降は足踏みが続いている。もっとも、マイナス幅は期を追うごとに縮小している。また、政府消費は同+0.2%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）



(出所) 内閣府統計より大和総研作成

他方で外需の寄与度は2017年10-12月期以降3四半期に亘ってほぼゼロ近傍の動きが続いている。外需の寄与が剥落し、相対的に底堅い内需が緩やかな成長を支えているという構図が日本経済の現状の姿であろう。

輸出は前期比+0.2%と、8四半期連続で増加した。地域別では、米国向けとEU向け輸出が増加した一方、中国を中心としたアジア向け輸出が減少した。他方、輸入は同+1.0%と3四半期連続で増加した。結果、外需寄与度は同▲0.1%ptと、2四半期ぶりにマイナスに転じた。

### 踊り場との判断に変更なし。先行きは緩やかな成長がメインシナリオに

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、踊り場局面に位置している。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剥落している。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、潜在成長率を大幅に下回る成長率が続くとか、景気後退に突入するといった懸念は少ない。雇用者報酬は上向きのトレンドにあり、生鮮食品価格高騰による消費抑制効果も一巡している。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も顕在化している。通商摩擦問題の激化や原油価格高騰の負の効果、そして2019年10月に予定されている消費増税の影響には細心の注意が必要であるが、当面は潜在成長率前後の緩やかな成長が続くだろう。

まず、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。もっとも、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、継続的な消費減退が想起されるような環境には現時点でない。

他方、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、現時点ではその発生は認められないものの、供給過多により住宅価格が崩れ始めた場合、逆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年末頃にかけて、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、横ばい圏での推移を見込んでいる。2017 年度補正予算執行の効果が始まるのに加え、平成 30 年 7 月豪雨（西日本豪雨）の復興需要が徐々に顕在化することが押し上げ要因となるだろう。また、2019 年 10 月に予定されている消費増税後の急激な景気の落ち込みを緩和するための措置も、公共投資を押し上げるとみている。

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。なお、リスクはダウンサイドに偏り始めたとみている。米国の保護主義的な政策とそれに伴う各国の対抗措置により、通商摩擦が激化する場合には、世界貿易の停滞へと繋がる。特に、米国が自動車追加関税を賦課した場合、日本企業に与える影響は極めて大きい<sup>1</sup>。また、Fed や ECB の出口戦略が、米欧の景気を下押しする可能性にも留意する必要がある。Fed の利上げに伴い米国の金利が急上昇する場合には、新興国市場からの一段の資金流出を招く懸念がある。

<sup>1</sup> 小林俊介、廣野洋太「[続・米中通商戦争のインパクト試算](#)」（大和総研レポート、2018 年 7 月 20 日）