

2018年9月10日 全5頁

Indicators Update

2018年4-6月期 GDP 二次速報

民間企業設備が大幅上方修正も、コンセンサス通り。踊り場との判断に変更なし

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（二次速報）は前期比年率+3.0%（前期比+0.7%）となった。一次速報（前期比年率+1.9%、前期比+0.5%）から大幅に上方修正されている。もっとも、法人企業統計の結果を受けた民間企業設備の大幅な上方修正が今回の改定の主因であり、サプライズは少ない。市場コンセンサスは前期比年率+2.7%、前期比+0.7%であった。
- 4-6月期の成長率は極めて高かったものの、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。そうした事情を差し引くべく、2018年1-6月期の2017年7-12月期対比での成長率を確認すると、+0.3%（年率で+0.5%）となっている。これは日本経済の潜在成長率を若干下回る水準であり、日本経済は現時点で踊り場局面にあるという弊社従来の判断に変化はない。
- 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、現時点では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懸念は少ない。雇用者報酬は上向きのトレンドを維持している。人手不足、稼働率の回復、潤沢な企業資金、低金利などを背景とした旺盛な設備投資需要も維持される可能性が高い。外需は欧州・中国を中心として一進一退が続いているが、少なくとも米国においては減税効果が顕在化している。通商摩擦問題の激化や原油価格高騰の負の効果や、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はあるが、当面の日本経済は潜在成長率前後の緩やかな成長が続くだろう。

※当社は、9月10日（月）に「第198回日本経済予測（改訂版）」の発表を予定している。

民間企業設備が大幅上方修正（ただし市場コンセンサス通り）

2018年4-6月期の実質GDP成長率（二次速報）は前期比年率+3.0%（前期比+0.7%）と、一次速報（前期比年率+1.9%、前期比+0.5%）から大幅に上方修正された。もっとも、法人企業統計の結果を受けた民間企業設備の大幅な上方修正が今回の改定の主因であり、サプライズは少ない。市場コンセンサスは前期比年率+2.7%、前期比+0.7%であった。

需要項目別に見ると、民間企業設備が大幅に上方修正されており（前期比+1.3%→+3.1%）、全体を牽引する格好となった。全体の成長率に対する寄与度は同+0.2%ptから+0.5%ptへと上方修正されている。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+6.6%となり、1-3月期に続いて高い伸びを記録したほか、「その他の建物・構築物（同+2.0%）」、「その他の機械設備等（同+2.7%）」「知的財産生産物（同+1.1%）」も軒並み堅調な推移を示した。

民間在庫変動は前期比寄与度+0.0%ptと、一次速報と同じく横ばいとなった。細分項目を見ても大きな修正はない。一次速報段階で仮置きされていた原材料在庫および仕掛品在庫に大幅な修正は加えられず、それぞれ同+0.1%pt、同▲0.1%ptとなった。製品在庫は同▲0.1%pt、流通品在庫は同+0.1%ptであった。それ以外の項目としては、基礎統計の直近値の反映により、公的固定資本形成（前期比▲0.1%→+0.0%）、および、民間住宅（同▲2.7%→▲2.4%）が小幅に上方修正されているが、大勢に影響はない。

なお、GDPデフレーターは一次速報と変わらず前期比▲0.0%となった。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は小休止したが、価格転嫁の動きは最終財を中心に弱い。名目GDPは前期比年率+2.8%（前期比+0.7%）となった。

2018年4-6月期 GDP（二次速報）

		2017				2018			
		4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期		1-6月期	
						一次速報	二次速報	一次速報	二次速報
実質国内総生産(GDP)	前期比%	0.5	0.6	0.2	▲0.2	0.5	0.7	0.1	0.3
	前期比年率%	2.0	2.3	0.9	▲0.9	1.9	3.0	0.2	0.5
民間最終消費支出	前期比%	0.8	▲0.7	0.3	▲0.2	0.7	0.7	0.3	0.3
民間住宅	前期比%	1.3	▲1.4	▲3.0	▲2.5	▲2.7	▲2.4	▲5.1	▲5.1
民間企業設備	前期比%	0.2	1.3	0.9	0.7	1.3	3.1	1.5	2.6
民間在庫変動	前期比寄与度%pt	▲0.1	0.4	0.2	▲0.2	0.0	0.0	▲0.1	▲0.1
政府最終消費支出	前期比%	0.4	0.1	0.1	0.0	0.2	0.2	0.1	0.1
公的固定資本形成	前期比%	5.3	▲2.8	▲0.6	▲0.4	▲0.1	0.0	▲0.8	▲0.7
財貨・サービスの輸出	前期比%	0.2	2.1	2.1	0.6	0.2	0.2	1.8	1.8
財貨・サービスの輸入	前期比%	1.9	▲1.5	3.3	0.2	1.0	0.9	2.3	2.3
内需寄与度	前期比寄与度%pt	0.8	0.0	0.4	▲0.3	0.6	0.9	0.2	0.3
外需寄与度	前期比寄与度%pt	▲0.3	0.6	▲0.1	0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.1
名目GDP	前期比%	0.8	0.8	0.3	▲0.4	0.4	0.7	▲0.0	0.1
	前期比年率%	3.1	3.2	1.2	▲1.5	1.7	2.8	▲0.1	0.2
GDPデフレーター	前期比%	0.3	0.2	0.1	▲0.2	▲0.0	▲0.0	▲0.1	▲0.1
	前年比%	▲0.3	0.1	0.1	0.5	0.1	0.1	0.3	0.3

(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

大幅プラス転換。ただし上半期成長率は+0.3%にとどまる

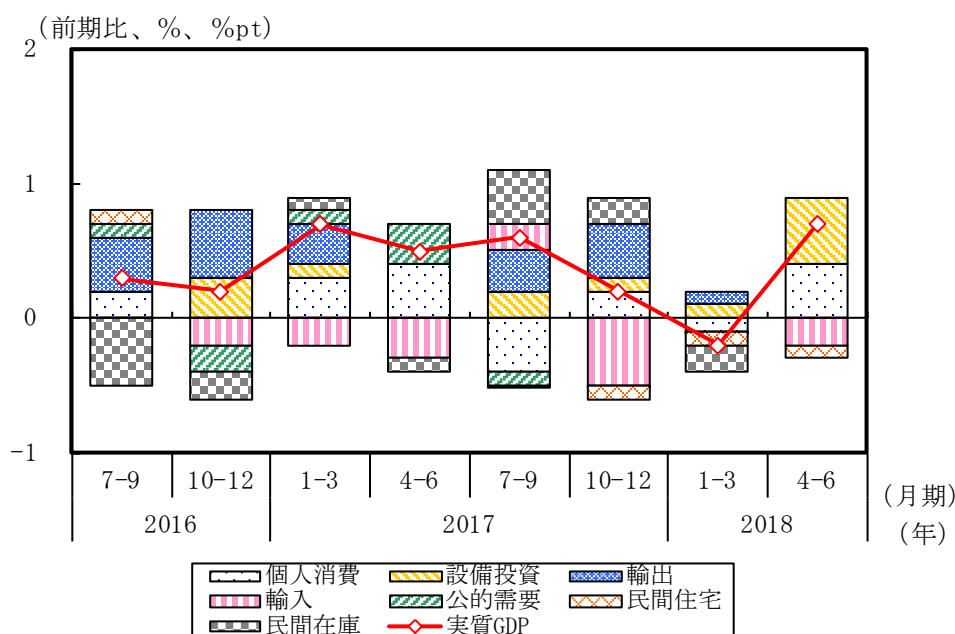
先述の通り、2018年4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+3.0%（前期比+0.7%）と、2四半期ぶりの大幅プラス成長に転換した。しかし日本独自の要因である「季節調整の際に閏年調整を行っていない」事情から、1-3月期は弱く、4-6月期は強く数値が出た可能性も否定できない。そうした事情を差し引くべく、2018年1-6月期の2017年7-12月期対比での成長率を確認すると、+0.3%（年率で+0.5%）となっている。これは日本経済の潜在成長率を若干下回る水準であり、日本経済は現時点で踊り場局面にあるという従来の判断に変化はない。

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

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、4-6月期の高い成長率に貢献したのが内需、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%、2018年1-6月期の対2017年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+1.8%、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+0.9%、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+0.3%）がほぼ横ばい、「耐久財」（同+2.3%）はマイナス成長となった前期から大きく改善した。

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

住宅投資は前期比▲2.4%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の反動

が見られるほか、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。

民間企業設備は前期比+3.1%(1-3月期は同+0.7%、1-6月期の対7-12月期成長率は+2.6%)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。

民間在庫変動は、先述の通り、前期比寄与度+0.0%ptとなった。

公的固定資本形成は前期比+0.0%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により、7-9月期以降は足踏みが続いている。もっとも、そのマイナス幅は期を追うごとに縮小している。政府最終消費支出は同+0.2%となった。

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が、その拡大速度は鈍化傾向にある。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。輸入は同+0.9%と3四半期連続で増加した。結果として、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ている。

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、在庫の回復・積み増しや、自動車を中心とした耐久財の買い替えなどのプラス要因が昨年末以降薄れている。

とは言え、現時点では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懸念は少ない。雇用者報酬は上向きのトレンドを維持している。人手不足、稼働率の回復、潤沢な企業資金、低金利などを背景とした旺盛な設備投資需要も維持される可能性が高い。外需は欧州・中国を中心として一進一退が続いているが、少なくとも米国においては減税効果が顕在化している。通商摩擦問題の激化や原油価格高騰の負の効果や、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はあるが、当面の日本経済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。

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。もっともこれは単純な需要の先食いであり、消費増税実施後の反動を拡大させる効果も同時に予想される。

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らいでいる可能性がある。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。2018年に相次いで日本列島を襲った自然災害から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。ただし、リスクは先行きにおいてもダウンサイドに偏っている。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¹。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。米欧の金融政策が新興国市場からの一段の資金流出を招く懸念も拭いがたい状況が続くだろう。

¹ 詳細は、小林俊介、廣野洋太「日本経済見通し：2018年8月 I. 日本経済は踊り場局面、見通しに変更なし（18年度+1.0%、19年度+0.8%） II. 再推計：米中通商戦争の激化で世界経済はどうなる？ III. 検証：なぜ賃金・所得が改善しても消費が回復しないのか？」（大和総研レポート、2018年8月17日）を参照。
https://www.dir.co.jp/report/research/economics/outlook/20180817_020263.html