

2018年11月14日 全4頁

Indicators Update

2018年7-9月期 GDP 一次速報

引き続き足踏み基調。災害要因も重なり前期比▲0.3%とマイナス転換

経済調査部
エコノミスト 小林 俊介

[要約]

- 2018年7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率▲1.2%（前期比▲0.3%）と2四半期ぶりのマイナス成長に転換し、市場コンセンサス（前期比年率▲1.0%、前期比▲0.3%）からも下振れした。マイナス転換の背景として酷暑、豪雨、台風、地震といった自然災害要因が挙げられるが、一過性の要因を除いても基調は弱い。2017年10-12月期以降、実質GDPの水準は横ばい圏での推移が続いている。日本経済は踊り場局面にあるという当社従来の判断に変化はない。
- 需要項目別に確認すると、内外需ともにマイナス寄与となっている。民間最終消費支出は前期比▲0.1%と、2四半期ぶりに減少した。名目雇用者報酬の伸びに減速がみられること、生活費を中心とした物価が上昇していたことに加え、自然災害が重石となった。好調な伸びを続けてきた民間企業設備も同▲0.2%と8四半期ぶりに減少した。その主因は4-6月期の伸び率が同+3.1%と非常に強かったことの反動と、災害に伴う供給制約に求められよう。輸出は同▲1.8%と5四半期ぶりに減少した。2018年初から増勢が弱まっていたところに自然災害の影響が重なった。一部メーカーの供給制約や関西国際空港の閉鎖が輸出全体を下押ししたことに加えて、サービス輸出に該当する訪日外客の消費が落ち込んだことも押し下げに寄与したもようだ。
- 日本経済は、在庫循環および外需の寄与が剥落する中、低空飛行を続ける公算が大きい。在庫循環は「積み増し」局面から「意図せざる在庫増」局面に突入しつつある。いずれ「在庫調整」局面を迎える可能性が高い。輸出は昨年度まで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、これらの効果は剥落している。減税効果が顕在化している米国経済は好調だが、いずれその効果も消える。そして今後は米中冷戦の効果も発現する。加えて国内に目を向けても、2019年10月には消費増税が控えている。日本経済の成長率は引き続き、潜在成長率を下回るペースにとどまるだろう。

※当社は、11月21日（水）に「第199回日本経済予測」の発表を予定している。

引き続き足踏み基調。災害要因も重なり前期比▲0.3%とマイナス転換

2018年7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率▲1.2%（前期比▲0.3%）と2四半期ぶりのマイナス成長に転換し、市場コンセンサス（前期比年率▲1.0%、前期比▲0.3%）からも下振れした。マイナス転換の背景として酷暑、豪雨、台風、地震といった自然災害要因が挙げられるが、一過性の要因を除いても基調は弱い。2017年10-12月期以降、実質GDPの水準は横ばい圏での推移が続いている。日本経済は踊り場局面にあるという当社従来の判断に変化はない。

なお、GDPデフレーターは、酷暑に伴う国内物価の上昇を反映して前期比+0.0%と3四半期ぶりにプラス転換した。結果として名目GDPは前期比年率▲1.1%（前期比▲0.3%）となった。

2018年7-9月期 GDP（一次速報）

		2017		2018		
		7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期
実質国内総生産 (GDP)	前期比%	0.7	0.2	▲ 0.3	0.8	▲ 0.3
	前期比年率%	2.9	0.8	▲ 1.1	3.0	▲ 1.2
民間最終消費支出	前期比%	▲ 0.6	0.3	▲ 0.2	0.7	▲ 0.1
民間住宅	前期比%	▲ 1.8	▲ 3.2	▲ 2.1	▲ 1.9	0.6
民間企業設備	前期比%	1.5	0.7	0.7	3.1	▲ 0.2
民間在庫変動	前期比寄与度%pt	0.4	0.2	▲ 0.2	0.0	▲ 0.1
政府最終消費支出	前期比%	0.1	0.0	0.0	0.2	0.2
公的固定資本形成	前期比%	▲ 2.2	▲ 0.8	▲ 0.5	▲ 0.3	▲ 1.9
財貨・サービスの輸出	前期比%	2.7	2.1	0.5	0.3	▲ 1.8
財貨・サービスの輸入	前期比%	▲ 1.0	3.1	0.1	1.0	▲ 1.4
内需寄与度	前期比寄与度%pt	0.1	0.3	▲ 0.3	0.9	▲ 0.2
外需寄与度	前期比寄与度%pt	0.6	▲ 0.1	0.1	▲ 0.1	▲ 0.1
名目GDP	前期比%	1.1	0.2	▲ 0.5	0.6	▲ 0.3
	前期比年率%	4.3	0.9	▲ 1.8	2.2	▲ 1.1
GDPデフレーター	前期比%	0.3	0.0	▲ 0.2	▲ 0.2	0.0
	前年比%	0.1	0.1	0.5	▲ 0.0	▲ 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

内外需ともに軒並みマイナス転換

需要項目別に確認すると、内外需ともにマイナス寄与となっている。

民間最終消費支出は前期比▲0.1%と、2四半期ぶりに減少した。前述した自然災害が重石となったことは疑いの余地が少ないものの、より根本的な消費停滞要因は実質雇用者報酬の減少にあろう。名目雇用者報酬は、今年に入ってから同+1.0%を上回る伸び率が2四半期続いていたが、7-9月期の伸び率は同+0.1%と急減速している。それに加えて自然災害の影響等を受けた物価上昇が直撃し、実質雇用者報酬は同▲0.5%と3四半期ぶりのマイナスに転じた。

財・サービス別の動向を見ると、底堅い成長を続けてきた「サービス消費」が前期比▲0.7%と4四半期ぶりに減少したことが目を引くが、この背景には酷暑を受け外出が控えられたことがある。その他の財については、「耐久財」（同+0.4%）、「半耐久財」（同+0.6%）、「非耐久財」（同+0.4%）と若干の増加となった。

民間住宅は前期比+0.6%と、5 四半期ぶりに増加した。相続税対策を見込んだ貸家需要等が一服して以降、住宅投資は減少が続いていたものの、一旦持ち直しとなった。足下で、2019 年 10 月の消費増税に向けた駆け込み需要が徐々に顕在化している可能性が考えられる。

好調な伸びを続けてきた民間企業設備は、前期比▲0.2%と 8 四半期ぶりに減少した。もっとも、好調な企業収益と低金利環境に支えられる形で、機械受注など、設備投資の先行指数は底堅い増加ペースを保っている。今回の減少は、4-6 月期に強い伸び（同+3.1%）を記録したこととの反動や、災害に伴う供給制約等による一時的なものと考えられるべきだろう。

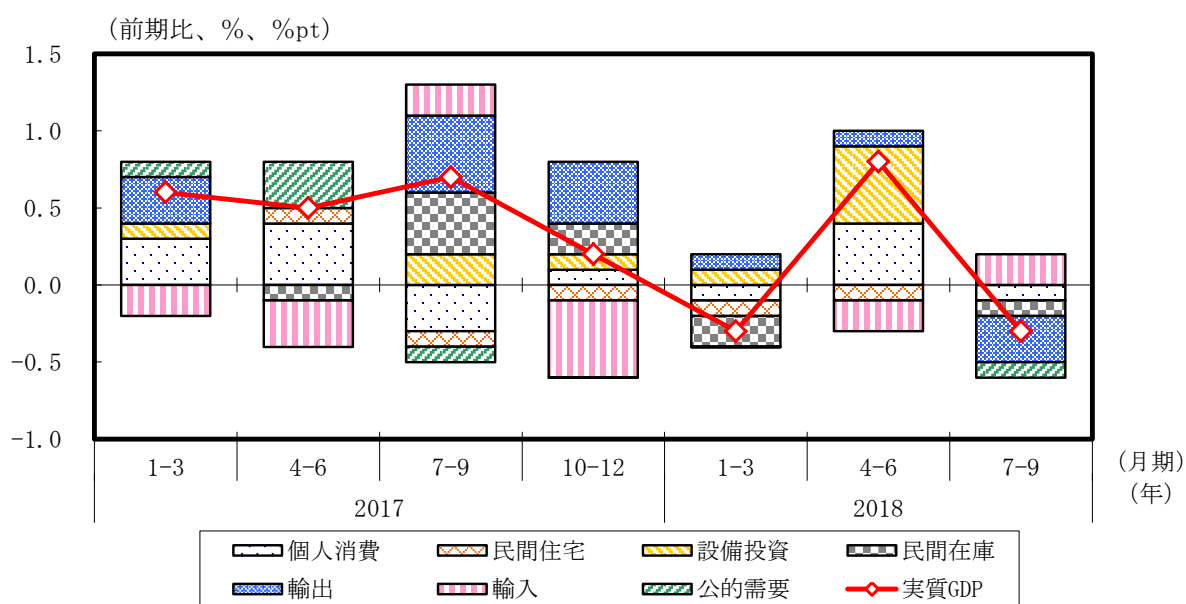
民間在庫変動は前期比寄与度▲0.1%pt とマイナスに転じた。GDP 一次速報段階で仮置きされる原材料在庫は同▲0.0%pt、仕掛品在庫は同+0.0%pt となっている。他方、製品在庫は同+0.1%pt、流通品在庫は同▲0.2%pt となった。

公的固定資本形成は前期比▲1.9%と 5 四半期連続で減少した。公共投資は 2017 年 7-9 月期以降、足踏みが続いている。2017 年度補正予算執行による押し上げが期待されていたものの、2017 年度の補正予算は 2016 年度より規模が小さかったこともあり（公共事業関係費：16 年度 1.6 兆円⇒17 年度 1.0 兆円）、足下で目立った動きは見られない。なお、2018 年度本予算の公共事業関係費は、2017 年度と同水準である。政府最終消費支出は同+0.2%となった。

外需の寄与度も、2017 年 10-12 月期以降 4 四半期に亘ってほぼゼロ近傍の動きが続いている。

輸出は前期比▲1.8%と 5 四半期ぶりに減少した。2018 年初から増勢が弱まっていたところに自然災害の影響が重なった。一部メーカーの供給制約や関西国際空港の閉鎖が輸出全体を下押ししたこととみられる。実質財輸出を地域別に確認すると、NIEs・ASEAN 等向けは増加しているものの、米国向け、EU 向け、中国向け、その他向けでは減少している。また、サービス輸出に該当する訪日外客の消費が落ち込んだことも押し下げに寄与したもようだ。

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

踊り場との判断に変更なし。先行きも低空飛行が続く

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。まず、在庫循環は「積み増し」局面から「意図せざる在庫増」局面に突入しつつある。いずれ「在庫調整」局面を迎える可能性が高い。

加えて、輸出は昨年度まで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、これらの効果は剥落している。減税効果が顕在化している米国経済は好調だが、いずれその効果も消える。もちろん、さらなる財政拡張が米国経済を支える可能性も否定できないが、それが金利上昇を引き起こす効果まで踏まえば、世界経済全体を押し上げる効果は限定的となろう。そしてもちろん、今後は米中冷戦の効果も発現する。

上述のように、在庫循環および外需の寄与が剥落する中、日本経済は当面、潜在成長率を若干下回る低空飛行を続ける公算が大きい。その中で内需が相対的に重要性を増してくる。

内需のうち、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。原油価格が下落に転じていることも実質所得の改善を促すだろう。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2019年10月以降は消費増税に伴う負の所得効果が発生する。個人消費の成長率は均せば2020年度までゼロ近傍での推移が続くだろう。

住宅投資の緩やかな減少は継続するだろう。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、住宅価格の高止まりや建設産業における人手不足の深刻化が住宅投資を抑制している側面も見逃せない。消費増税前後の駆け込み需要・反動減がどの程度発現するかは住宅エコポイントの再導入や住宅ローン減税・すまい給付金の拡充などの政策対応に依存する部分もあろうが、そうした特殊要因を除けば、実質住宅投資は緩やかな減少を続けることが見込まれる。

他方、設備投資は緩やかな増加が続くと予想している。円高懸念が後退していることに加え、潤沢な企業のフリーキャッシュフローが設備投資の下支え要因となるだろう。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公算が大きい。ただし、機械受注残高等で確認されるように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つつあり、設備投資の増加スピードは緩やかなものにとどまる可能性が高い。

公共投資については、緩やかな増加を見込んでいる。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。