

2018年12月10日 全5頁

Indicators Update

2018年7-9月期 GDP 二次速報

踊り場継続。加速／減速の鍵を握る原油価格と消費増税対策

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（二次速報）は前期比年率▲2.5%（前期比▲0.6%）と、一次速報（前期比年率▲1.2%、前期比▲0.3%）から大幅に下方修正された。
- 「大幅なマイナス成長」の主因は、相次いだ自然災害に伴う消費意欲の減退や生産・輸送制約にあるとみられる。しかし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。「下方修正」の主因は、法人企業統計の結果を受けた民間企業設備の大幅な下方修正（前期比▲0.2%→同▲2.8%、前期比寄与度▲0.0%pt→同▲0.4%pt）である。
- 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世界的な在庫循環上の回復、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。今後は米中冷戦の効果も発現する。
- その中で相対的に重要性を増す内需に関しては、原油価格の下落と、消費増税という、実質所得への好悪材料が入り交じる。2019-20年度の日本経済を見通すと、足下の踊り場局面からさらなる減速に向かうのか、それとも加速に転じるのか、その鍵を握るのはエネルギー価格動向と消費増税をめぐる各種の対策となりそうだ。

※当社は、12月10日（月）に「第199回日本経済予測（改訂版）」の発表を予定している。

民間企業設備の大幅下方修正で前期比▲0.6%

2018年7-9月期の実質GDP成長率（二次速報）は前期比年率▲2.5%（前期比▲0.6%）と、一次速報（前期比年率▲1.2%、前期比▲0.3%）から大幅に下方修正された。市場コンセンサス（前期比年率▲2.0%、前期比▲0.5%）に対しても若干下振れして着地した。

「大幅なマイナス成長」の主因は、相次いだ自然災害に伴う消費意欲の減退や生産・輸送制約にあるとみられる。しかし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。

「下方修正」の主因は、法人企業統計の結果を受けた民間企業設備の大幅な下方修正（前期比▲0.2%→同▲2.8%、前期比寄与度▲0.0%pt→同▲0.4%pt）である。それ以外の項目としては、年次改訂および基礎統計の直近値の反映により、民間最終消費支出（前期比▲0.1%→同▲0.2%）と公的固定資本形成（同▲1.9%→同▲2.0%）が小幅に下方修正、民間住宅（同+0.6%→同+0.7%）が小幅に上方修正されているが、大勢に影響はない。

今回大幅な下方修正の主因となった民間企業設備について、形態別総固定資本形成の推移を確認すると、「輸送用機械（前期比▲4.7%）」、「その他の機械設備等（同▲3.1%）」など、4-6月期に好調だった項目については反動もあり、マイナス幅が大きい。他方、（推計手法上）振れの小さい「知的財産生産物」については同▲0.6%と小幅な減少にとどまった。

民間在庫変動は前期比寄与度+0.0%ptと、一次速報（同▲0.1%pt）から上方修正された。細分項目を確認すると、流通品在庫が同▲0.2%pt→同▲0.1%ptへと、マイナス幅が縮小した。その他の項目については、原材料在庫（同▲0.0%pt→同+0.0%pt、）仕掛品在庫（同+0.0%pt→同+0.0%pt）、製品在庫（同+0.1%pt→同+0.1%pt）ともに大きな修正はない。

2018年7-9月期 GDP（二次速報）

		2017		2018			
		7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	
						一次速報	二次速報
実質国内総生産(GDP)	前期比%	0.7	0.4	▲0.3	0.7	▲0.3	▲0.6
	前期比年率%	2.7	1.5	▲1.3	2.8	▲1.2	▲2.5
民間最終消費支出	前期比%	▲0.8	0.4	▲0.3	0.7	▲0.1	▲0.2
民間住宅	前期比%	▲1.8	▲3.3	▲2.1	▲1.9	0.6	0.7
民間企業設備	前期比%	1.7	1.1	0.4	2.8	▲0.2	▲2.8
民間在庫変動	前期比寄与度%pt	0.4	0.2	▲0.2	0.0	▲0.1	0.0
政府最終消費支出	前期比%	0.2	0.0	0.2	0.1	0.2	0.2
公的固定資本形成	前期比%	▲2.3	▲0.6	▲0.5	▲0.5	▲1.9	▲2.0
財貨・サービスの輸出	前期比%	2.7	2.1	0.5	0.3	▲1.8	▲1.8
財貨・サービスの輸入	前期比%	▲1.0	3.1	0.2	1.0	▲1.4	▲1.4
内需寄与度	前期比寄与度%pt	0.1	0.5	▲0.4	0.8	▲0.2	▲0.5
外需寄与度	前期比寄与度%pt	0.6	▲0.1	0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.1
名目GDP	前期比%	1.0	0.5	▲0.6	0.5	▲0.3	▲0.7
	前期比年率%	4.0	1.8	▲2.2	2.1	▲1.1	▲2.7
GDPデフレーター	前期比%	0.3	0.1	▲0.2	▲0.2	0.0	▲0.1
	前年比%	0.2	0.1	0.5	0.0	▲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

なお、GDP デフレーターは一次速報から若干下方修正された（前期比+0.0%→同▲0.1%）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（酷暑に伴う国内物価の上昇にもかかわらず）弱い。結果として名目 GDP は前期比年率▲2.7%（前期比▲0.7%）となった。

内外需ともに軒並みマイナス転換

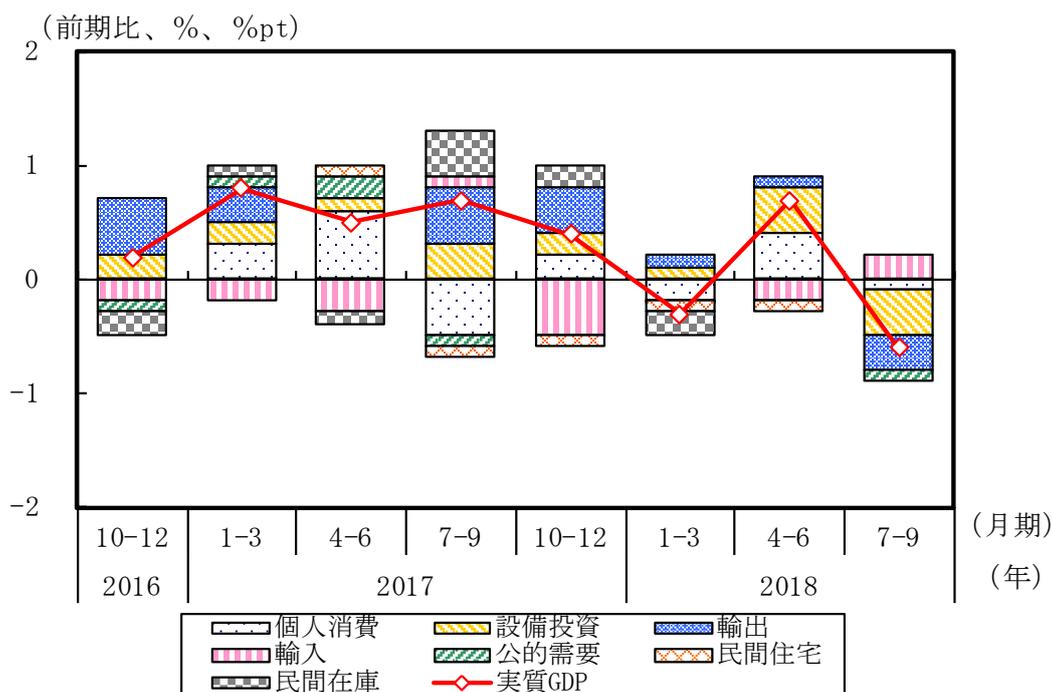
需要項目別に確認すると、内外需ともにマイナス寄与となっている。

民間最終消費支出は前期比▲0.2%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る。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▲0.4%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▲0.8%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+0.2%）、「半耐久財」（同+0.8%）、「非耐久財」（同+0.3%）と若干の増加となった。

民間住宅は前期比+0.7%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。

実質 GDP と需要項目別寄与度の推移（季節調整済前期比）



好調な伸びを続けてきた民間企業設備は、前期比▲2.8%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+2.8%）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erべきだろう。

民間在庫変動は前述の通り上方修正され、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▲2.0%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4四半期にわた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。

踊り場継続。加速／減速の鍵を握る原油価格と消費増税対策

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世界的な在庫循環上の回復、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れば、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、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。内需に関しては、原油価格の下落と、2019年10月に予定されている消費増税という、実質所得への好悪材料が入り交じる。2019-20年度の日本経済を見通すと、足下の踊り場局面からさらなる減速に向かうのか、それとも加速に転じるのか、その鍵を握るのはエネルギー価格動向と消費増税をめぐる各種の対策となりそうだ。

最後に、需要項目別の見通しを整理する。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。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。消費増税の影響については各種対策の内容を見極める必要があるが、メインシナリオとして、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と予測している。

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るだろうが、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。