

2018年1-3月期四半期別GDP速報（1次速報値）発表日：2018年5月16日（水）
～9四半期ぶりのマイナス成長だが、4-6月期は持ち直しの公算大～

第一生命経済研究所 経済調査部
主席エコノミスト 新家 義貴
TEL:03-5221-4528

○マイナス成長だが、一時的な要因も。4-6月期は回復の可能性が高い

本日内閣府から公表された2018年1-3月期の実質GDP成長率（1次速報）は前期比年率▲0.6%（前期比▲0.2%）と、2015年10-12月期以来9四半期ぶりのマイナス成長となった¹。事前の市場予想である前期比年率▲0.1%を下回っており、弱めの結果といえる。需要項目別では、個人消費の停滞や輸出の減速、住宅投資の落ち込み、在庫の下押し等は概ね事前に想定されていたとおりののだが、増加が見込まれていた設備投資が前期比▲0.1%となったことが、事前予想からの下振れに繋がっている。

景気はこれまで順調に回復していたが、1-3月期はいったん小休止となった。鉱工業生産における減産や企業景況感の悪化など、年明け以降、景気モメンタムの鈍化を示唆する経済指標が増えていたが、GDP統計でもそのことが改めて確認された形である。もっとも、今回のマイナス成長については、これまで景気が速いペースで回復してきた反動の面があることや、大雪による経済活動の停滞、生鮮野菜価格の高騰による消費抑制、在庫変動のテクニカルなマイナス寄与（後述）といった一時的な下押しの影響も大きかった。このうち、野菜価格の高騰や天候不順は既に解消されており、4-6月期には一定のリバウンドが見込めるだろう。また、今回弱かった在庫と設備投資については、6月8日に公表される1-3月期GDPの2次速報で上方修正される可能性があることにも注意が必要だ。今回仮置きとなっている原材料在庫と仕掛品在庫は合わせて前期比年率▲1.0%Ptものマイナス寄与となっているため、2次速報ではGDPの数字が大きく変わることもありうる。

米国では今後減税効果の本格化が予想されるなど、世界経済はこの先順調に推移する可能性が高いことも重要だ。世界経済の回復に伴う輸出の拡大や高水準の企業収益を背景にした設備投資の増加といった企業部門主導の景気回復の構図は崩れていないとみるべきで、景気の先行きを悲観視する必要はない。1-3月期のマイナス成長はあくまで一時的なものにとどまり、4-6月期以降は再び潜在成長率を上回る可能性が高いと予想している。

○ 需要項目別の動向

個人消費は前期比▲0.0%となった。雇用の着実な増加が続いていることに加え、賃金も緩やかに増加するなど、雇用・所得環境は持ち直しているのだが、1-3月期の消費は冴えない動きにとどまった。天候不順の影響で昨年末以降に野菜価格が高騰（CPI生鮮野菜価格前年比：17年10-12月期▲11.2% →18年1-3月期+17.5%）したことが、家計の実質購買力を削いだことに加え、心理面での重石にもなったとみられ、消費の抑制に繋がったと思われる。加えて、大雪等の天候不順により外出が手控えられたことも消費に悪影響を与えた模様だ。

¹ GDP統計では、季節調整のかけ直しや基礎統計の改定に伴い過去の値も毎回改定される。17年1-3月期が前期比年率+2.6%（改定前+1.9%）、4-6月期が+2.0%（同+2.4%）、7-9月期が+2.0%（同+2.4%）、10-12月期が+0.6%（同+1.6%）などとなった。17年10-12月期の下方修正幅が大きく、弱い結果となっている。

もっとも、野菜価格の高騰は既に終息、天候も回復しており、こうした下押し要因は足元で解消されている。4-6月期には逆に、野菜価格の下落や天候の回復が消費を押し上げる可能性が高く、消費は持ち直すだろう。雇用の増加や賃金の緩やかな改善といった消費を取り巻く環境に大きな変化はなく、個人消費は均してみれば緩やかな増加が続いているという評価で良いと思われる。消費は景気を牽引するほど強くもないが、足を引っ張るほど弱くもない。当面、こうした状況が続く可能性が高い。

設備投資は前期比▲0.1%と、6四半期ぶりに減少した。これまで5四半期連続で比較的高い伸びを続けていたため、一時的にスピード調整が生じたものとみられ、特に問題視する必要はないと思われる。また、6月8日に公表されるGDP 2次速報で上方修正される可能性もあるだろう。基調としては、高水準の企業収益を背景として設備投資は増加傾向にあると判断して良いと思われる。企業収益の増加に加え、人手不足に対応した合理化・省力化投資の拡大が期待されることや、オリンピック対応等による建設投資需要の増加、根強い研究開発投資需要など、設備投資を取り巻く環境は良好である。実際、日銀短観では18年度の設備投資計画もこの時期としては高い伸びとなるなど、企業の設備投資意欲は底堅い。先行き、設備投資は増加傾向で推移する可能性が高い。

公共投資は前期比横ばいとなった。経済対策の効果の剥落から17年7-9月期、10-12月期と減少が続いていたが、ようやく下げ止まってきた。先行きは、17年度補正予算による押し上げが期待され、公共投資も持ち直す可能性がある。

住宅投資は前期比▲2.1%と3四半期連続で大幅に減少した。節税需要の一巡や金融庁によるアパートローンの監視強化などを背景に貸家着工が減少基調にあることが影響しているとみられる。足元でも着工に回復の動きは見えておらず、住宅投資は先行きも低調に推移する可能性が高そうだ。

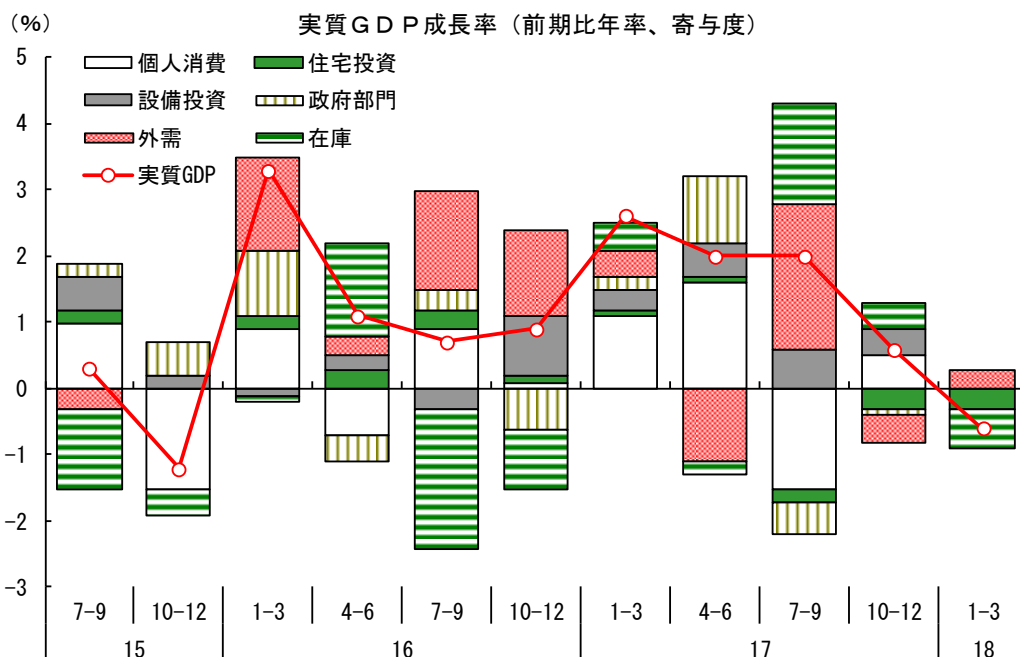
民間在庫変動は前期比寄与度▲0.1%Pt（前期比年率寄与度▲0.6%Pt）と、成長率の押し下げ要因になった。流通在庫がプラスに寄与した一方で、1次速報段階では仮置きとなる原材料在庫と仕掛品在庫が押し下げ要因になっている。原材料在庫と仕掛品在庫は合わせてGDPを前期比年率▲1.0%Ptも下押ししており、今回のGDPマイナス成長のかなりの部分を説明する。もっとも、原材料在庫と仕掛品在庫についてはあくまで仮置きであり、テクニカルな要素が大きい。6月8日に公表される1-3月期のGDP 2次速報で上方修正される可能性があることには注意が必要である。

輸出は前期比+0.6%となった。プラスではあるが、伸び率はこれまでと比べて鈍化している。地域別では、EU向けが増加したものの、これまで高い伸びが続いていた中国向け、NIEs向け、ASEAN向けといったアジア地域への輸出が足踏みとなった。また、財別ではこれまで牽引役となっていたIT部門での減速が目立つ。一方、10-12月期の高い伸びの反動や内需の足踏みを受けて、輸入も前期比+0.3%と伸びが鈍化している。輸出入とも鈍化した結果、外需寄与度は前期比+0.1%Pt（前期比年率+0.3%Pt）と、成長率を若干押し上げている。

○ 4-6月期以降は持ち直しを見込む

以上の通り、1-3月期のGDPは年明け以降の景気が足踏みしていることを示す結果となっている。もっとも、今回の低調な結果については、これまで速いペースで回復してきた反動の面が大きいことや、大雪による経済活動の停滞、生鮮野菜価格の高騰による消費抑制、在庫投資のテクニカルなマイナス寄与といった一時的な下押しの影響も大きかった点に注意が必要である。こうした下押しが解消される4-6月期には一定のリバウンドが見込めるとみるのが自然だろう。また、米国では減税効果の本格化が予想されるなど、世界経済はこの先順調に推移する可能性が高いことも重要だ。輸出が崩れない限り、日本経済の景気回復基調は

途切れることは見込みがなく、景気の先行きを悲観視する必要はない。1-3月期のマイナス成長はあくまで一時的なものにとどまり、4-6月期以降は再び潜在成長率を上回る可能性が高いと予想している。



(出所)内閣府「国民経済計算」

図表 実質GDPの推移

	17年				18年	当社事前予想
	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	
実質GDP	0.7	0.5	0.5	0.1	▲ 0.2	▲ 0.0
(前期比年率)	2.6	2.0	2.0	0.6	▲ 0.6	▲ 0.1
内需寄与度	0.6	0.8	0.0	0.2	▲ 0.2	▲ 0.1
(うち民需)	0.5	0.5	0.1	0.3	▲ 0.2	▲ 0.2
(うち公需)	0.1	0.3	▲ 0.1	0.0	0.0	0.0
外需寄与度	0.1	▲ 0.3	0.5	▲ 0.1	0.1	0.1
民間最終消費支出	0.5	0.7	▲ 0.7	0.2	0.0	▲ 0.1
民間住宅	1.2	0.9	▲ 1.6	▲ 2.7	▲ 2.1	▲ 2.1
民間企業設備	0.6	0.8	1.0	0.6	▲ 0.1	0.8
民間在庫変動(寄与度)	0.1	▲ 0.1	0.4	0.1	▲ 0.1	▲ 0.2
政府最終消費支出	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0	0.2
公的固定資本形成	0.0	4.7	▲ 2.6	▲ 0.4	0.0	0.0
財貨・サービスの輸出	2.1	▲ 0.1	2.0	2.2	0.6	0.8
財貨・サービスの輸入	1.6	1.8	▲ 1.3	3.1	0.3	0.3
名目GDP	0.1	0.9	0.8	0.1	▲ 0.4	▲ 0.1
(前期比年率)	0.6	3.6	3.1	0.5	▲ 1.5	▲ 0.3
GDPデフレーター(前年比)	▲ 0.8	▲ 0.3	0.1	0.1	0.5	0.5

(出所)内閣府「国民経済計算」

※断りの無い場合、前期比(%)

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。