

Economic Indicators

発表日: 2018年11月14日(水)

2018年7-9月期四半期別GDP速報(1次速報値)

～10-12月期は反発を予想も、輸出の下振れリスクに警戒が必要～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
 主席エコノミスト 新家 義貴(Tel:03-5221-4528)

○景気は減速傾向

本日内閣府から公表された2018年7-9月期の実質GDP成長率(1次速報)は前期比年率▲1.2%(前期比▲0.3%)となった¹。自然災害によるマイナス成長はコンセンサスだったことに加え、減少幅も概ね事前の市場予想(前期比年率▲1.0%、筆者予想:▲0.8%)通りであり、サプライズはない。内容も事前予想と大きな違いは見られない。4-6月期の高成長(前期比年率+3.0%)からの反動が出たことに加え、相次いだ台風や地震等の供給制約による下押しが生じたこと、海外景気の減速が輸出を抑制したこと等が背景にある。足元で景気の足踏み感が強まっていることが示された形である。

このマイナス成長は、基本的には前期からの反動や自然災害による供給制約といった一時的要因によるところが大きいとみられる。10-12月期には自然災害の悪影響が徐々に解消されることに加え、挽回生産の動きも生じることから反動増が予想され、潜在成長率を上回る成長となる可能性が高い。均してみれば、企業部門を牽引役とした景気の回復傾向は続いているとみて良いだろう。

とはいえ、足元の景気停滞の理由を自然災害だけに求めることも適当ではない。実質GDPを前年比でみると、2016年1-3月期の+0.5%をボトムとして持ち直し傾向が続き、2017年後半には前年比+2%程度に達していたが、2018年入り後には1-3月期が+1.1%、4-6月期が+1.4%、7-9月期が+0.3%と、2017年対比で伸びがほぼ半減している。自然災害の発生前から既に成長率が鈍化していることが確認できる。また仮に10-12月期に年率+2%の高い成長が実現したとしても、前年比では+0.7%程度にとどまることになり、やはり減速傾向は変わらない。景気の回復自体は続いていると思われるが、均して見ても回復の勢いは17年と比べて減速しているとの評価になるだろう。世界経済の回復モメンタムが18年入り以降鈍化していることなどが影響しているものと思われる。

○ 需要項目別の動向

個人消費は前期比▲0.1%と、小幅ながら2四半期ぶりに減少した。4-6月期の個人消費は天候に恵まれたこと等から前期比+0.7%の高い伸びになっていたが、7-9月期は再び停滞した。豪雨や台風、地震といった自然災害が相次ぎ、外出機会が抑制されたことが下押し要因になったことに加え、野菜価格の高騰やエネルギー価格の上昇により家計の実質購買力が削がれたことも痛手になった。期待されていた猛暑効果についても、暑過ぎた夏が外出の抑制に繋がった面もあり、消費全体で見れば目立った好影響は確認できなかった。

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+2.3%(改定前+2.7%)、4-6月期が+1.9%(同+2.0%)、7-9月期が+2.9%(同+2.3%)、10-12月期が+0.8%(同+0.9%)、18年1-3月期が▲1.1%(同▲0.9%)、4-6月期が+3.0%(同+3.0%)などとなった。大きな変更はなく、景気認識に変更を迫るものではなかった。

もっとも、7-9月期の減少については一時的な要因も大きく、10-12月期には反動増が予想される。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。なお、消費を形態別にみると、耐久消費財が前期比+0.4%（4-6月期：+2.2%）、半耐久消費財が+0.6%（同+0.2%）、非耐久消費財が+0.4%（同▲0.1%）、サービスが▲0.7%（同+0.9%）となっている。サービス消費の落ち込みが足を引っ張る形になっており、自然災害や酷暑により外出が抑制されたことが悪影響を与えたことが示唆される。

設備投資は前期比▲0.2%と8四半期ぶりの減少となったが、4-6月期が前期比+3.1%と非常に高い伸びだった後であることや、自然災害による供給制約が下押し要因になったことを踏まえると、決して悪くない。前年比では+4.1%と非常に高い伸びであり、設備投資は好調な推移が続いていると判断して構わない。高水準の企業収益、人手不足に対応した合理化・省力化投資の拡大、インバウンド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。日銀短観等の各種アンケート調査でも18年度の設備投資計画は非常に強く、企業の設備投資意欲の強さが示されている。7-9月期の減少は一時的で、10-12月期は再び増加する可能性が高い。設備投資は先行きも景気の下支え役として貢献するだろう。

公共投資は前期比▲1.9%と比較的大きな減少になった。17年度補正予算の効果が顕在化することが期待されていたが、予算規模が過去の補正予算に比べて小さくなかったことから、押し上げ効果は確認できない。先行きについては災害復旧に伴って増加が予想されるが、効果が本格化するのには19年1-3月期になると思われる。

住宅投資は前期比+0.6%と小幅増となった。これまで4四半期連続で大幅に減少していたが、ようやく下げ止まった形である。先行きについては、住宅着工戸数が4-6月期に増加したことの影響が遅れて顕在化することや、消費税引き上げ前の駆け込み需要が期待されることなどから、増加する可能性が高いだろう。

在庫投資は前期比寄与度▲0.1%Pt（前期比年率寄与度▲0.3%Pt）となった。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は合計すれば概ねニュートラルだったが、流通在庫の下押しが予想対比若干大きかった。

輸出は前期比▲1.8%と5四半期ぶりに減少した。7月の豪雨等で輸出向け生産が滞ったことに加え、台風21号の影響で関西国際空港が閉鎖されたことで9月の輸出が大きく下振れるなど、7-9月期は自然災害による供給制約が輸出を大きく下押しした。また、自然災害はインバウンド需要にも大きな影を落としており、7-9月期の実質・非居住者家計の国内での直接購入（サービス輸出にカウント）は前期比▲9.0%もの減少となっている。この要因で輸出は前期比で▲0.4%Pt、GDPは前期比年率で▲0.3%Pt押し下げられた。なお、7-9月期は輸入についても前期比▲1.4%と減少したが、輸出の落ち込みの方が大きかったことから、外需寄与度は前期比▲0.1%Pt（前期比年率▲0.3%Pt）と2四半期連続で成長率の押し下げ要因になった。

○ 10-12 月期は持ち直しを予想するが、外需の下振れには注意

10-12 月期については比較的高い成長を予想している。7-9 月期が自然災害で下押しされた分、反動が生じやすいためだ。個人消費や設備投資、輸出入といった需要項目が自然災害による悪影響を受けたとみられるが、先行きはこの下押しが解消されることでそれぞれ反発が見込める。供給制約により実需以下の生産にとどまった分については、10 月以降に挽回生産が行われることで高い伸びになる可能性もあるだろう。10-12 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率で+2%程度になってもおかしくない。

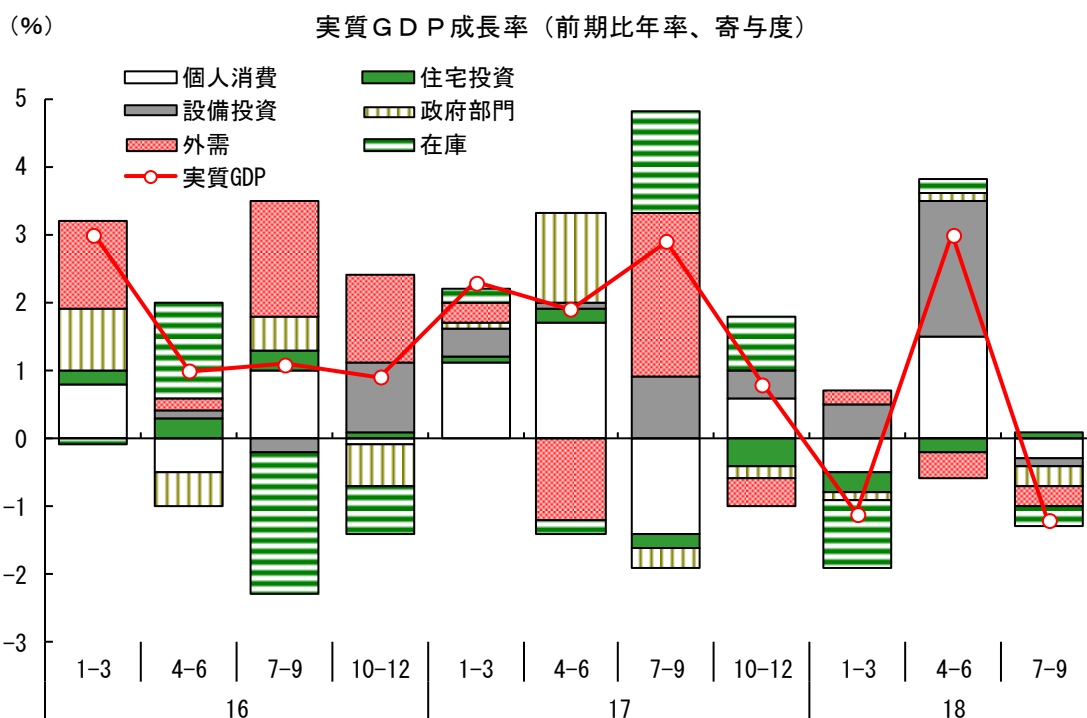
もっとも、こうしたシナリオが素直に実現するかどうかについては不透明感もある。特に懸念されるのが輸出の動向である。足元の景気減速の理由の一つである輸出の停滞については、自然災害のみで説明できるものではなく、世界景気に減速感が出ていることもその背景にあると考えられる。米国経済を牽引役に世界経済は回復を続けているという評価は変わらないが、他地域では減速が目立つ状況になっており、回復のモメンタムは鈍化している。世界経済の動向次第では、10-12 月期の反発力が思いのほか鈍くなるリスクがあることに注意が必要だろう。

○ 雇用者報酬の推計方法変更で、これまでの過大推計が是正

今回の GDP 公表にあたっては、雇用者報酬の遡及改定も同時に実施されている。雇用者報酬の基礎統計の一つである毎月勤労統計では、サンプルの入れ替えやサンプルを加重平均する際のウェイト更新の影響に伴って 2018 年 1 月以降に断層が生じており、実態よりも伸び率が大幅に上振れているとみられることが問題になっている。基礎統計に歪みが生じている結果、それを用いて推計される雇用者報酬までもが過大に算出されているとの指摘がこれまで多くなされていた。

こうした批判に対応する形で、今回内閣府では雇用者報酬の推計方法を一部変更した。具体的には、2017 年 10-12 月期と 2018 年 1-3 月期の断層を調整するため、毎月勤労統計のウェイト更新要因とサンプル入れ替え要因についてそれぞれ調整を行い、接続する形になっている。かつて毎月勤労統計で実施されていた「ギャップ修正」を、内閣府がより詳細に行うイメージである。

この結果、名目雇用者報酬は 18 年 1-3 月期が前年比+2.7%、4-6 月期が+3.4%、7-9 月期が+2.5%となった。修正前の 18 年 1-3 月期（前年比+3.1%）、4-6 月期（+4.1%）から、それぞれ 0.4%Pt、0.7%Pt 増加率が下方修正されている。これまでの過大推計が是正され、より実態に近い数字になったと思われる。新たな推計の手法についても適切なものと考えられ、好ましい改定だったと評価できるだろう。



(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
	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	
実質GDP	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
内需寄与度	0.1	0.3	▲ 0.3	0.9	▲ 0.2
(うち民需)	0.2	0.3	▲ 0.3	0.8	▲ 0.2
(うち公需)	▲ 0.1	0.0	0.0	0.0	▲ 0.1
外需寄与度	0.6	▲ 0.1	0.1	▲ 0.1	▲ 0.1
民間最終消費支出	▲ 0.6	0.3	▲ 0.2	0.7	▲ 0.1
民間住宅	▲ 1.8	▲ 3.2	▲ 2.1	▲ 1.9	0.6
民間企業設備	1.5	0.7	0.7	3.1	▲ 0.2
民間在庫変動(寄与度)	0.4	0.2	▲ 0.2	0.0	▲ 0.1
政府最終消費支出	0.1	0.0	0.0	0.2	0.2
公的固定資本形成	▲ 2.2	▲ 0.8	▲ 0.5	▲ 0.3	▲ 1.9
財貨・サービスの輸出	2.7	2.1	0.5	0.3	▲ 1.8
財貨・サービスの輸入	▲ 1.0	3.1	0.1	1.0	▲ 1.4
名目GDP	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(前年比)	0.1	0.1	0.5	0.0	▲ 0.3

(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調査研究本部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、第一生命保険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。