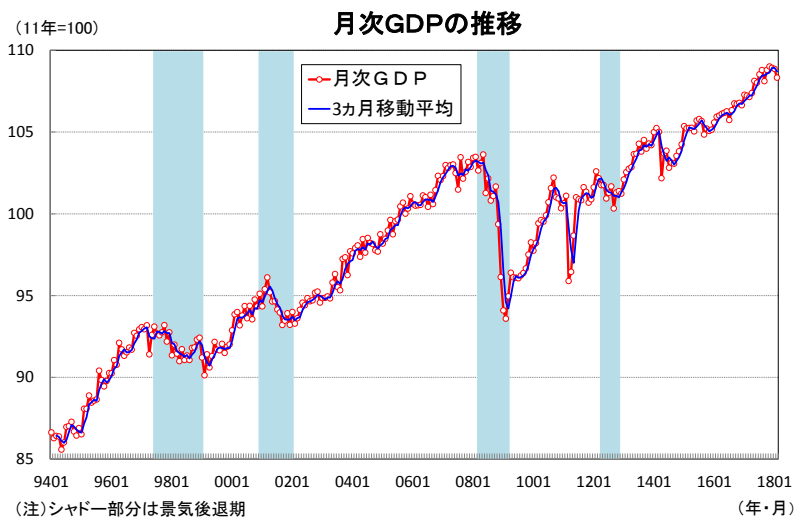


Weekly エコノミスト・ レター

月次GDPから見た最近の景気動向 ～18年1-3月期はマイナス成長の可能性が高まるが、回復基調は維持～

経済研究部 経済調査室長 斎藤 太郎
(03)3512-1836 tsaito@nli-research.co.jp

1. 着実な回復が続いていた日本経済だが、2018年1-3月期の鉱工業生産が8四半期ぶりの減産となることが確実となり、実質GDP成長率の見通しも大幅に下方修正されるなど、足もとの景気には変調の兆しも見られる。
2. 当研究所が景気動向を迅速に把握すること、GDP速報(QE)を正確に予測することを目的として作成している月次GDPは2017年12月に前月比▲0.1%と3ヵ月ぶりに減少した後、2018年1月が同▲0.1%、2月が同▲0.5%と3ヵ月連続の減少となった。
3. 現時点では3月の月次GDPは前月比0.8%と高めの伸びを想定しているが、それでも2018年1-3月期の実質GDP成長率は前期比▲0.1%（年率▲0.4%）となることが予想される。
4. 2018年1-3月期がマイナス成長となれば、2015年10-12月期以来9四半期ぶりとなるが、国内需要の柱である民間消費、設備投資が前期に続き揃って増加すること、在庫変動を除いた最終需要はプラスの伸びを確保することなどから、景気の回復基調は維持されていると判断される。
5. 1-3月期の成長率が大きく低下する理由のひとつは、1次速報で内閣府が仮置きしている民間在庫変動（原材料、仕掛品）のマイナス寄与が大きいことである。1次速報でマイナス成長になったとしても、原材料、仕掛品在庫に法人企業統計の結果が反映される2次速報ではプラス成長へと修正される可能性もある。



●月次GDPから見た最近の景気動向

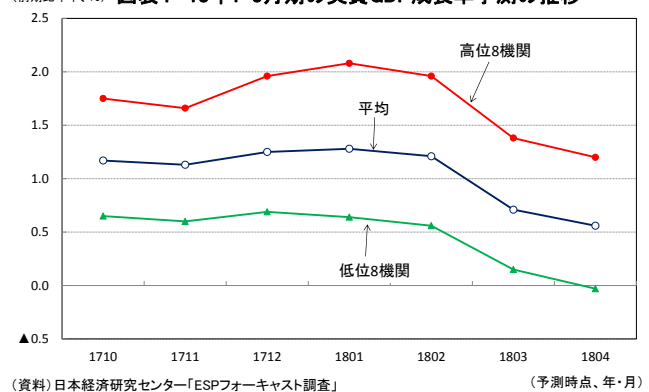
（景気に変調の兆し）

これまで順調な回復を続けてきた鉱工業生産は、2018年1月に前月比▲6.8%と急速に落ち込んだ後、2月に同4.1%と持ち直したものの、1月の落ち込みを取り戻すには至らず、3月の予測指数も前月比0.9%にとどまった。2018年2月の生産指数を3月の予測指数で先延ばしすると、2018年1-3月期は前期比▲1.9%となり、8四半期ぶりの減産となることはほぼ確実となった。

また、日本経済研究センターの「ESPフォーキャスト調査」によれば、2018年1-3月期の実質GDP成長率の予測値（平均）は2018年2月調査では前期比年率1.21%となっていたが、3月調査で同0.71%と大幅に下方修正された後、4月調査では同0.56%とさらに下方修正された。特に、低位8機関の平均では同▲0.03%と小幅ながらマイナス成長となった（図表1）。

着実な回復が続いてきた日本経済だが、ここに来て変調の兆しも見られる。本稿では、景気変動を迅速に把握することをひとつの目的として当研究所が毎月作成している月次GDPの概要を紹介した上で、同指数を用いて足もとの景気動向を確認する。

図表1 18年1-3月期の実質GDP成長率予測の推移



（月次GDPの概要）

ニッセイ基礎研究所が1999年4月から作成している月次GDPの目的は大きく分けて2つある。ひとつは、四半期統計であるGDPを月次化することにより、景気の動きをより迅速に捉えること、もうひとつは月次GDPを3ヵ月分合計して、内閣府が公表する四半期別GDP速報(QE)を予測することである。

GDP統計は国内の経済活動を包括的かつ整合的に捉えることができる重要な経済統計であるが、多くの基礎統計を加工して作成される四半期統計であることから、公表のタイミングが遅いという難点がある。GDPの1次速報は四半期終了後1ヵ月半程度で公表される。たとえば、2017年10-12月期のGDP1次速報は2018年2月14日に公表されたが、四半期初の2017年10月からは4ヵ月以上も経過していることになる。景気判断をタイムリーに行う上でこれは無視できないタイムラグといえるだろう。

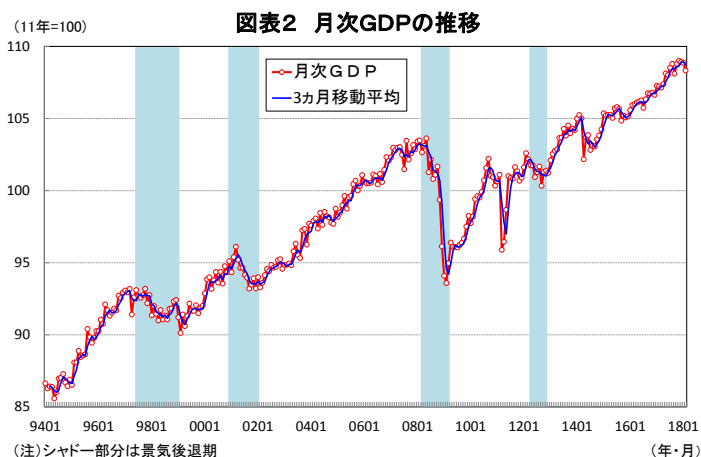
GDPを月次で見ることができればタイムラグの問題はかなり解決できる。GDP統計は四半期データだが、その推計に用いられている基礎統計は、一部に四半期統計があるものの、多くは「家計調査」、「建築着工統計」、「国際収支統計」といった月次統計である。概念的には、GDPは様々な月次統計を加工することにより推計された月次GDPを3ヵ月合計（季節調整値は3ヵ月平均）したものと考えることができる。月次統計の多くは、当該月終了後1ヵ月程度で公表されるため、月次GDPもこのタイミングで推計することができる。これにより景気の動きをより迅速に捉えることが可能となるわけだ。

当研究所の月次 GDP の作成方法は、基本的には内閣府の四半期別 GDP 速報の推計方法に従っている。たとえば、民間最終消費支出であれば、「家計調査」、「家計消費状況調査」等から推計した需要側推計値、「生産動態統計」、「サービス産業動向調査」、「特定サービス産業動態統計調査」等から推計した供給側推計値、家賃等の共通推計項目（推計値）の3つを統合することによって推計している。この際、GDP の推計と同様に、家計調査の消費支出から SNA 上は消費支出とみなされない「寄付金」、「仕送り金」などを控除する、世帯人員の調整をする、といった概念調整を施す。このような推計を需要項目毎（民間消費、設備投資、公的固定資本形成、輸出入等）に行い、それを積み上げたものが月次 GDP となる。

（月次 GDP を用いた景気判断）

月次 GDP は当該月終了後約 1 ヶ月で作成でき、景気の方角、その強さを毎月判断することができる。景気動向を把握する上では、景気動向指数の一致指数を構成する 9 系列のうち 4 系列が採用されている「鉱工業指数」が重要だが、同指数はあくまでも製造業の生産活動に関連した指標である。その点、月次 GDP は国内の経済活動全般をカバーしており、その変動要因を需要項目別にみることができるといえる長所がある。

バブル期までの日本経済は、景気拡張期だけでなく景気後退期でもプラス成長ということが多く、GDP の動きによって景気の局面を判断することは難しかった。しかし、バブル崩壊後は景気拡張期にはプラス成長、後退期にはマイナス成長という傾向が強くなっているため、GDP 統計を景気指標としてみる意味合いは強くなっている（図表 2）。



実際、月次 GDP が存在する 1994 年以降¹の景気の転換点と月次 GDP のピーク、ボトムを確認してみると、両者は概ね一致している。内閣府の景気基準日付では、1994 年以降景気の高谷は 8 回あるが、このうち月次 GDP の転換点が高谷に先行したことが 3 回、遅行したことが 4 回、同時が 1 回、先行・遅行期間は -2 ~ +4 ヶ月となっている（図表 3）。

図表 3 景気基準日付と月次 GDP の転換点

	年/月	月次 GDP の転換点	
		指数	3ヵ月平均
景気の高谷	97/5	97/3(-2)	97/3(-2)
景気の高谷	99/1	99/2(+1)	99/4(+3)
景気の高谷	00/11	11/3(+4)	11/4(+5)
景気の高谷	02/1	02/2(+1)	02/2(+1)
景気の高谷	08/2	08/2(0)	08/2(0)
景気の高谷	09/3	09/2(-1)	09/3(0)
景気の高谷	12/3	12/2(-1)	12/4(+1)
景気の高谷	12/11	12/9(-2)	12/11(0)

(注) () 内は - が先行、+ 遅行 (月数)

ただし、月次 GDP は月々の振れが大きくなる場合があるという問題点がある。これは当インデックスの問題というよりも、そもそも日本では月次統計の月々の振れが大きい傾向があることに起因している。振れの大きな基礎統計から推計している月次 GDP の月々の変動が大きくなってしまふのは、ある程度やむをえないことといえる。この

¹ 現行基準の GDP 統計（正式系列）が 1994 年 1-3 月期以降であるため、当研究所の月次 GDP は 1994 年 1 月以降となっている。

問題を取り除くためには、3 ヶ月移動平均を見て月次 GDP の基調的な動きを捉えることも有効な手段のひとつだろう。移動平均を取ることによってやや判断が遅れるという難点はあるが、転換点の時期がそれほど大きくずれることはない。

(月次 GDP のパフォーマンス)

月次 GDP は公式統計として存在するわけではなく、あくまでも独自の推計値である。とはいえ、月次 GDP が内閣府の公表する GDP とかけ離れたものになっては意味がない。そこで、当研究所の月次 GDP はその3 ヶ月合計（季節調整値は3 ヶ月平均）が内閣府の四半期 GDP と一致するように調整をしている。そのため、月次 GDP が3 ヶ月分揃った段階で、これはそのまま GDP 速報 (QE) の予測値として使うことができる。月次 GDP のもうひとつの目的は、内閣府が公表する GDP 速報 (QE) をより正確に予測することである。

ここで、当研究所の QE 予測のパフォーマンスを確認しておこう。実質 GDP 成長率（前期比年率）の公表直前の予測値と実績値（1 次速報）の差²を、日本経済研究センターが集計している「ESP フォーキャスト調査」のコンセンサス（平均値）と比較すると、平均絶対誤差は過去 5 年間（20 四半期）では、コンセンサスの 0.95% に対して、当研究所は 0.85%、過去 10 年間（40 四半期）では、コンセンサスの 1.03% に対し、当研究所は 0.96% と、いずれも当研究所の予測誤差が小さくなっている（図表 4）。月次 GDP を用いた当研究所の GDP 速報の予測は比較的良好的なパフォーマンスを示しているといえるだろう。

図表 4 GDP 速報の予測パフォーマンス

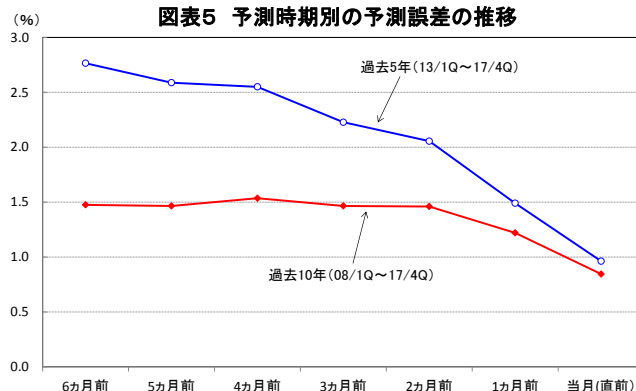
	予測誤差(平均絶対誤差)	
	コンセンサス	ニッセイ基礎研究所
過去5年 (13/1Q~17/4Q)	0.95	0.85
過去10年 (08/1Q~17/4Q)	1.03	0.96

(注) 予測誤差は実質GDPの前期比年率
コンセンサスはESPフォーキャスト調査の平均値

また、多くの機関が GDP 速報の予測値を一斉に発表するのは、GDP 速報の推計に用いられる基礎統計がほとんど全て揃った後だが、月次 GDP は基礎統計となる月次指標の公表毎にデータが更新される。月次指標の実績値が発表されていない月（四半期の2 ヶ月目、3 ヶ月目）については、X-12-ARIMA などによって家計調査、建築着工統計、貿易統計などの月次指標を先延ばしすることによって、暫定的な四半期ベースの GDP の予測値を作成することも特徴となっている。このことによってより早いタイミングで正確な QE 予測を行うことも目的としている。

GDP 速報が公表される6 ヶ月前から当月（公表直前）までの予測誤差の推移をみると、GDP 速報の基礎統計が公表されていない段階では予測誤差はそれほど大きく変わらないが、基礎統計が公表されるにしたがって、予測誤差が小さくなっていくことが確認できる（図表 5）。

図表 5 予測時期別の予測誤差の推移



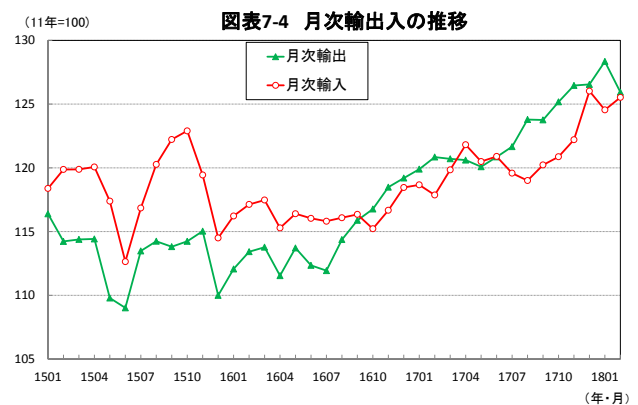
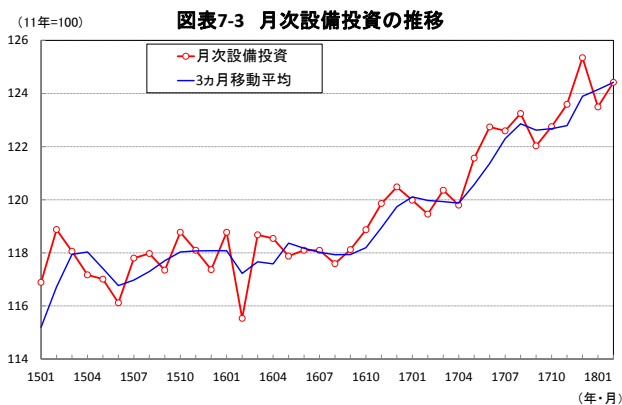
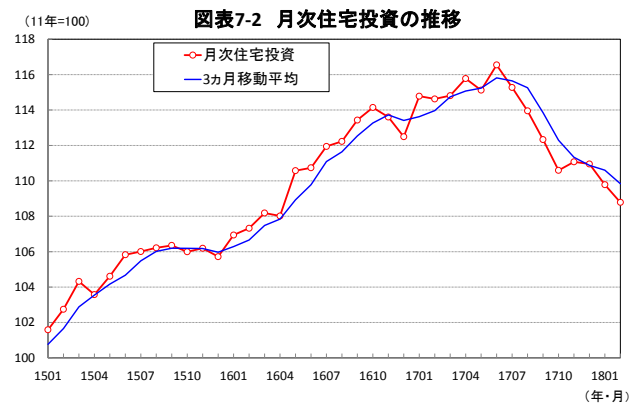
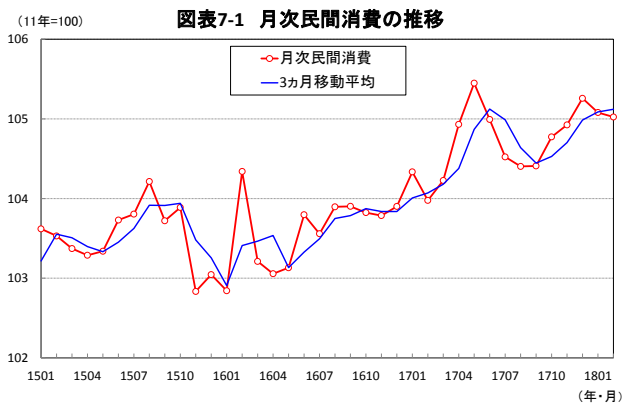
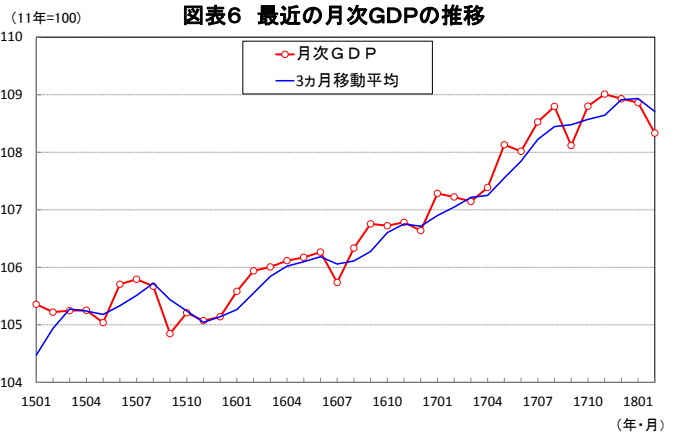
(注) 実質GDP成長率(前期比年率)の予測誤差(絶対値)の平均(ニッセイ基礎研究所)

² たとえば、2017年10-12月期については、ESPフォーキャスト2018年2月調査（回答期間1/26~2/1、回答数40）の予測平均値を2018年2月14日に公表された1次速報と比較した。

(月次GDPから見た足もとの景気動向)

2018年2月までの経済指標がほぼ出揃った段階で作成した月次GDPは、2017年12月が前月比▲0.1%、2018年1月が同▲0.1%、2月が同▲0.5%と3ヵ月連続のマイナスとなった(図表6、予測値の詳細表は最終ページに掲載)。3ヵ月移動平均では、2018年2月に1年2ヵ月ぶりに前月比マイナスとなった。

需要項目別には、外需(輸出-輸入)は中華圏の春節の時期が前年とずれた影響もあって前月比でプラスとマイナスを繰り返している。国内需要を見ると、住宅投資は2017年半ば頃から減少が続いており、民間消費は大雪や生鮮野菜の価格高騰の悪影響から年明け以降弱めの動きとなっているが、好調な企業収益を背景に設備投資は振れを伴いながらも堅調な推移が続いている(図表7-1~4)。



前述したように、当研究所の月次GDPは3ヵ月合計(季節調整値は3ヵ月平均)が四半期のGDPと一致するように作成されている。2018年1、2月の平均は2017年10-12月期よりも▲0.3%低くなっており、2018年1-3月期がプラス成長となるためには3月の月次GDPが前月比1.2%以上の伸びとなる必要がある。

3月の月次GDPは、輸出が春節の影響剥落から高い伸びとなること、天候不順や生鮮野菜の価格

高騰の影響が和らいだことにより民間消費が3ヵ月ぶりの増加となることなどから、前月比0.8%の高い伸びとなることを想定している。しかし、1、2月の落ち込みを取り戻すまでには至らず、現時点では2018年1-3月期の実質GDPは前期比▲0.1%（前期比年率▲0.4%）と2015年10-12月期以来、9四半期ぶりのマイナス成長になると予想している。

もちろん、来週以降（4/16～）に公表される3月の経済指標の結果によって1-3月期の成長率は大きく変わりうるが、2017年10-12月期の前期比年率1.6%からの急減速は不可避だろう。

ただし、2018年1-3月期がマイナス成長となったとしても景気の回復基調が途切れてしまったと判断するのは早計だ。国内需要の柱である民間消費（前期比0.2%を予想）、設備投資（前期比0.7%を予想）は2017年10-12月期に続いて揃って増加することが見込まれるためである。民間消費の伸びは10-12月期の前期比0.5%から鈍化することが予想されるが、生鮮野菜の価格高騰によって実質所得が大きく低下する中では健闘したとの評価も可能だ。

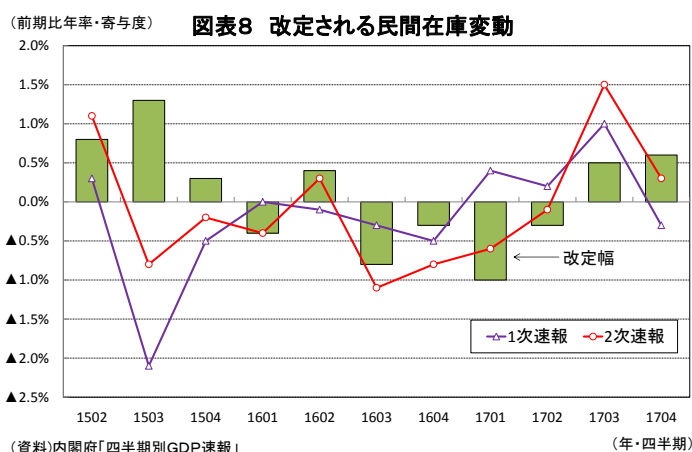
また、外需は2017年10-12月期に続き小幅なマイナス寄与となる可能性が高いが、その理由は輸出（前期比1.4%を予想）が底堅さを維持する一方、輸入（前期比1.7%を予想）が前期に続き輸出を上回る高めの伸びとなるためである。GDP統計上は輸入の増加は成長率にマイナスに寄与するが、国内需要の底堅さを反映している面もあり、少なくとも景気の悪化を示すものではない。

また、1-3月期の成長率が急低下する一因は、民間在庫変動による実質GDPの大幅な押し下げ（前期比・寄与度▲0.2%を予想）が見込まれることであるが、この点も最終需要の弱さを示すものではない。在庫変動を除いた最終需要は引き続きプラスの伸びを確保する可能性が高いだろう。

民間在庫変動は4形態（原材料、仕掛品、製品、流通品）のうち、原材料、仕掛品については1次速報では内閣府による仮置き値が用いられることにも注意が必要だ。2017年10-12月期2次速報時に内閣府が公表した仮置き値は、原材料、仕掛品ともに前期差マイナスで、実質GDP成長率に対する寄与度は合わせて前期比▲0.2%強（年率▲1%弱）であった。

民間在庫変動は2次速報では原材料在庫、仕掛品在庫に法人企業統計の結果が反映されることから、1次速報から2次速報への改定幅が大きくなる傾向がある（図表8）。

2018年1-3月期が仮に1次速報でマイナス成長になったとしても、民間在庫変動の上方修正などから2次速報でプラス成長へと修正される可能性があることも念頭に置いておく必要がある。



日本・月次GDP 予測結果

[月次]
→実績値による推計

[四半期]
実績← →予測

	2017/9	2017/10	2017/11	2017/12	2018/1	2018/2	2017/7-9	2017/10-12	2018/1-3
実質GDP	531,557	534,925	535,952	535,561	535,228	532,622	533,343	535,480	534,924
前期比年率							2.4%	1.6%	▲0.4%
前期比	▲0.6%	0.6%	0.2%	▲0.1%	▲0.1%	▲0.5%	0.6%	0.4%	▲0.1%
前年同期比	3.0%	1.2%	2.5%	2.4%	2.7%	0.0%	1.9%	2.0%	1.6%
内需（寄与度）	531,855	534,456	535,555	538,004	535,230	535,138	533,673	536,005	535,785
前期比	▲0.4%	0.5%	0.2%	0.5%	▲0.5%	▲0.0%	0.1%	0.4%	▲0.0%
前年同期比	2.2%	0.8%	2.3%	2.3%	1.8%	1.5%	1.2%	1.8%	1.5%
民間（寄与度）	400,006	402,278	403,293	405,414	402,654	402,824	401,266	403,662	403,536
前期比	▲0.3%	0.4%	0.2%	0.4%	▲0.5%	0.0%	0.2%	0.4%	▲0.0%
前年同期比	0.9%	1.4%	1.7%	1.8%	1.0%	1.5%	1.2%	1.6%	1.3%
民間消費	298,876	299,919	300,351	301,306	300,795	300,635	298,979	300,525	301,170
前期比	0.0%	0.3%	0.1%	0.3%	▲0.2%	▲0.1%	▲0.6%	0.5%	0.2%
前年同期比	0.5%	0.6%	1.4%	1.3%	0.6%	1.3%	0.6%	1.1%	1.0%
民間住宅投資	16,103	15,853	15,922	15,905	15,736	15,594	16,321	15,893	15,572
前期比	▲1.4%	▲1.6%	0.4%	▲0.1%	▲1.1%	▲0.9%	▲1.7%	▲2.6%	▲2.0%
前年同期比	▲0.8%	▲3.1%	▲2.4%	▲1.6%	▲4.5%	▲5.3%	1.4%	▲2.4%	▲5.4%
民間設備投資	84,716	85,218	85,802	87,020	85,735	86,377	85,129	86,013	86,603
前期比	▲1.0%	0.6%	0.7%	1.4%	▲1.5%	0.7%	1.0%	1.0%	0.7%
前年同期比	2.5%	3.9%	2.9%	3.8%	3.2%	4.5%	3.8%	3.5%	4.0%
民間在庫（寄与度）	225	1,238	1,168	1,132	336	168	751	1,179	140
前期比	▲0.1%	0.2%	▲0.0%	▲0.0%	▲0.1%	▲0.0%	0.5%	0.1%	▲0.2%
前年同期比	0.2%	0.6%	0.6%	0.6%	0.2%	0.2%	0.2%	0.6%	0.2%
公需（寄与度）	131,851	132,180	132,264	132,592	132,579	132,316	132,410	132,345	132,250
前期比	▲0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	▲0.0%	▲0.0%	▲0.1%	▲0.0%	▲0.0%
前年同期比	1.3%	▲0.6%	0.6%	0.5%	0.8%	▲0.1%	0.1%	0.2%	0.1%
政府消費	106,222	106,238	106,206	106,078	106,289	106,406	106,181	106,174	106,359
前期比	0.1%	0.0%	▲0.0%	▲0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	▲0.0%	0.2%
前年同期比	7.1%	▲3.1%	2.6%	1.6%	3.0%	▲0.5%	0.2%	0.4%	0.5%
公的固定資本形成	25,624	25,942	26,058	26,513	26,293	25,914	26,223	26,171	25,895
前期比	▲2.9%	1.2%	0.4%	1.7%	▲0.8%	▲1.4%	▲2.6%	▲0.2%	▲1.1%
前年同期比	▲1.9%	▲0.3%	0.8%	3.5%	2.3%	0.7%	0.3%	1.3%	0.5%
外需（寄与度）	-607	-57	-128	-2,968	-528	-3,042	-639	-1,051	-1,386
前期比	▲0.2%	0.1%	▲0.0%	▲0.5%	0.5%	▲0.5%	0.5%	▲0.0%	▲0.1%
前年同期比	0.9%	0.4%	0.2%	0.0%	0.9%	▲1.5%	0.7%	0.3%	0.1%
財貨・サービスの輸出	90,791	91,830	92,775	92,837	94,154	92,386	90,287	92,481	93,766
前期比	▲0.0%	1.1%	1.0%	0.1%	1.4%	▲1.9%	2.1%	2.4%	1.4%
前年同期比	6.7%	9.6%	7.8%	3.4%	11.5%	0.9%	6.9%	6.8%	6.1%
財貨・サービスの輸入	91,397	91,886	92,903	95,805	94,682	95,428	90,925	93,532	95,153
前期比	1.0%	0.5%	1.1%	3.1%	▲1.2%	0.8%	▲1.2%	2.9%	1.7%
前年同期比	1.4%	7.0%	6.5%	3.3%	4.4%	10.4%	2.8%	5.5%	5.4%

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。