

2019年3月8日 全5頁

Indicators Update

2018年10-12月期 GDP 二次速報

在庫要因で上方修正。基調は引き続き弱く、均せばゼロ成長

経済調査部
エコノミスト 小林 俊介

[要約]

- 2018年10-12月期の実質GDP成長率(二次速報)は前期比年率+1.9%(前期比+0.5%)と、一次速報(前期比年率+1.4%、前期比+0.3%)から小幅に上方修正された。
- ただし、上方修正の主因は民間在庫変動の上方修正であり、景気実態の改善を示すものではない。また、10-12月期成長率のプラス転換は、自然災害の影響を受けてマイナス成長に落ち込んだ7-9月期からの反動という色合いが強い。一過性の要因を除いた基調は弱く、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。
- 先行きの日本経済は、引き続き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。輸出の趨勢を左右する世界経済は、今後も減速傾向を継続する可能性が高い。従って、日本経済は内需頼みの状況が続く。当面、鍵を握るのはエネルギー価格の動向と、消費増税をめぐる各種の対策となりそうだ。

※当社は、3月8日(金)に「第200回日本経済予測(改訂版)」の発表を予定している。

在庫要因で上方修正。自然災害で落ち込んだ7-9月期からの反動

2018年10-12月期の実質GDP成長率（二次速報）は前期比年率+1.9%（前期比+0.5%）と、一次速報（前期比年率+1.4%、前期比+0.3%）から小幅に上方修正された。市場コンセンサス（前期比年率+1.7%、前期比+0.4%）対比でも若干上振れして着地している。

ただし、上方修正の主因は、法人企業統計の結果を受けた民間在庫変動の上方修正（前期比寄与度▲0.2%pt→同+0.0%pt）であり、景気実態の改善を示すものとは言い難い。民間企業設備は若干上方修正（前期比+2.4%→同+2.7%）されたが、他方で民間最終消費は、基礎統計の直近値の反映により下方修正（同+0.6%→同+0.4%）されている。

10-12月期成長率のプラス転換は、自然災害の影響を受けてマイナス成長に落ち込んだ7-9月期からの反動という色合いが強い。一過性の要因を除いた基調は弱く、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。加えて、既に発表されている1月分の輸出・生産（出荷）は軒並み減少が確認されている。当面の日本経済は低空飛行を続ける公算が大きい。

今回の上方修正の主因となった民間在庫変動について細分項目を確認すると、GDP一次速報段階で仮置きされていた原材料在庫が前期比寄与度▲0.0%pt→同+0.0%pt、仕掛品在庫が同▲0.1%pt→同+0.0%ptと上方修正されている。また、製品在庫も基礎統計を反映して同▲0.2%pt→同▲0.1%ptへと上方修正されている。流通品在庫は変わらず同+0.1%ptであった。

民間企業設備についても、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+6.9%）」、「その他の機械設備等（同+7.4%）」など、7-9月期に自然災害などの影響を受け大きく落ち込んだ項目については反動もあり、とりわけプラス幅が大きくなった。

2018年10-12月期 GDP（二次速報）

| | | 2017 | | 2018 | | | |
|--------------|-----------|---------|-------|-------|-------|---------|------|
| | | 10-12月期 | 1-3月期 | 4-6月期 | 7-9月期 | 10-12月期 | |
| | | | | | | 一次速報 | 二次速報 |
| 実質国内総生産(GDP) | 前期比% | 0.4 | ▲0.1 | 0.5 | ▲0.6 | 0.3 | 0.5 |
| | 前期比年率% | 1.6 | ▲0.4 | 1.9 | ▲2.4 | 1.4 | 1.9 |
| 民間最終消費支出 | 前期比% | 0.5 | ▲0.2 | 0.6 | ▲0.2 | 0.6 | 0.4 |
| 民間住宅 | 前期比% | ▲3.2 | ▲2.0 | ▲2.0 | 0.6 | 1.1 | 1.1 |
| 民間企業設備 | 前期比% | 0.7 | 1.0 | 2.5 | ▲2.6 | 2.4 | 2.7 |
| 民間在庫変動 | 前期比寄与度%pt | 0.1 | ▲0.1 | ▲0.1 | 0.1 | ▲0.2 | 0.0 |
| 政府最終消費支出 | 前期比% | 0.0 | 0.2 | 0.1 | 0.2 | 0.8 | 0.7 |
| 公的固定資本形成 | 前期比% | ▲0.1 | ▲0.7 | ▲0.7 | ▲2.3 | ▲1.2 | ▲1.7 |
| 財貨・サービスの輸出 | 前期比% | 2.2 | 0.4 | 0.4 | ▲1.4 | 0.9 | 1.0 |
| 財貨・サービスの輸入 | 前期比% | 2.3 | 0.0 | 1.3 | ▲0.7 | 2.7 | 2.7 |
| 内需寄与度 | 前期比寄与度%pt | 0.4 | ▲0.2 | 0.6 | ▲0.5 | 0.6 | 0.8 |
| 外需寄与度 | 前期比寄与度%pt | 0.0 | 0.1 | ▲0.1 | ▲0.1 | ▲0.3 | ▲0.3 |
| 名目GDP | 前期比% | 0.2 | ▲0.3 | 0.4 | ▲0.5 | 0.3 | 0.4 |
| | 前期比年率% | 0.9 | ▲1.2 | 1.6 | ▲2.1 | 1.1 | 1.6 |
| GDPデフレーター | 前期比% | ▲0.2 | ▲0.2 | ▲0.1 | 0.1 | ▲0.1 | ▲0.1 |
| | 前年比% | 0.1 | 0.5 | ▲0.1 | ▲0.4 | ▲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

内需成長の寄与を一部相殺する外需のマイナス

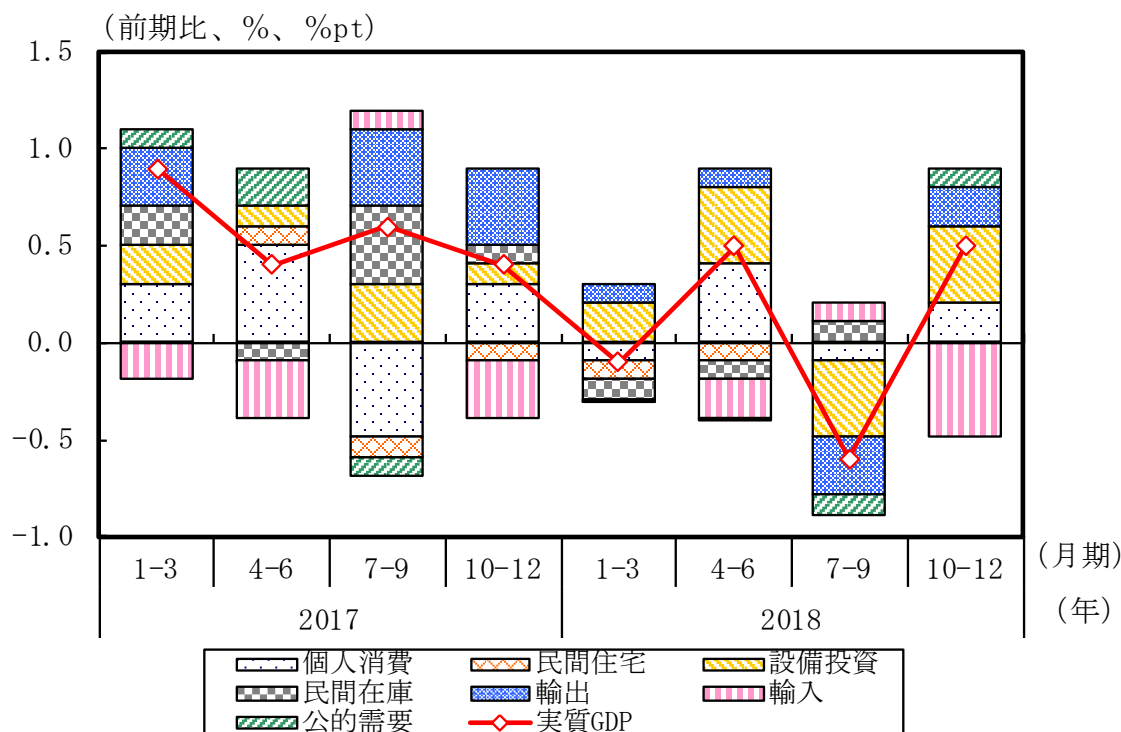
需要項目別に確認すると、内需のプラス（前期比寄与度+0.8%pt）を、外需のマイナス（同▲0.3%pt）が一部相殺する格好となった。まず、自然災害の影響が一巡したことや、生鮮食品およびエネルギー関連の物価が落ち着きを取り戻したことなどを背景として、内需は反発している。

民間最終消費支出は前期比+0.4%と、2 四半期ぶりに増加した。上述した物価の落ち着きを一因として、実質雇用者報酬も同+0.6%と2 四半期ぶりにプラス転換している。財別に消費動向を確認すると、耐久財が同+3.0%、半耐久財が同+2.2%、非耐久財が同▲1.6%、サービスが同+0.9%となった。

民間住宅は前期比+1.1%と2 四半期連続で増加し、加速が続いている。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。

民間企業設備は前期比+2.7%と、2 四半期ぶりに増加に転じた。前述の通り、今回の増加は災害要因に伴う 7-9 月期の落ち込みからの回復という色合いが強い。民間在庫変動も前述の通り上方修正され、前期比寄与度+0.0%pt となった。

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

公的固定資本形成は前期比▲1.7%と6四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。10-12月期は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）、減少に歯止めがかからない。また、人手不足に伴う供給制約も影響している可能性が考えられる。

政府最終消費支出は、医療費の大幅な拡大を主因として、前期比+0.7%へと加速した。

他方、輸出は前期比+1.0%と2四半期ぶりに増加したが、自然災害の影響からの反動を踏まえると、弱い結果である。なお、10-12月期の基礎統計を確認すると、財、サービスともに弱さが見られる。財の実質輸出（日本銀行試算）は、米国向け、EU向け、その他向けは増加しているものの、中国向け、NIEs・ASEAN等向けでは減少している。また、サービス輸出に関しては、7-9月期に自然災害により減少していた訪日外客の消費（旅行サービス輸出）は持ち直したものの、その他サービスが落ち込んだことで、全体では前期から減少した。

相対的にみて、輸入は前期比+2.7%と強い。結果として、外需は前期比寄与度▲0.3%ptと、3四半期連続でマイナスとなった。

なお、GDPデフレーターは、酷暑に伴う国内物価の上昇が一巡したことから、前期比▲0.1%と2四半期ぶりにマイナスに転じた。結果として名目GDPは前期比年率+1.6%（前期比+0.4%）となった。

先行きの日本経済は、引き続き内需依存かつ低空飛行

先行きの日本経済は、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。当面、鍵を握るのはエネルギー価格の動向と、消費増税をめぐる各種の対策となりそうだ。

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。11月以降原油価格が大きく下落したことで、足下では実質賃金も改善している。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。

なお、2019年10月に予定されている消費増税に関しては、各種経済対策の実施により駆け込み需要・反動減はいくらか緩和される見込みである。ただし、施策の一つであるポイント還元策（案）が、制度終了（2020年6月末）前後に駆け込み需要・反動減を生じさせる点には留意しておく必要がある。また、より本質的な論点として、対策の内容は公共投資の比重が高く、消費増税に伴う負の所得効果を全て相殺できるような内容ではないことは留意しておくべきだ。

住宅投資は、消費増税を見据えた駆け込み需要が徐々に顕在化することで一旦持ち直した後、減少が続くとみている。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は、駆け込み需要・反動減を緩和し、住宅投資を下支えするだろう。しかし、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が続くことが見込まれる。相続税対策等の影響による押し上げ効果が剥落したことに加え、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も住宅投資の下押し要因となるだろう。

他方、設備投資は緩やかな増加が続くと予想している。潤沢な企業のフリーキャッシュフローは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年度補正予算執行の影響が顕在化することが押し上げ要因となろう。加えて、2019年度当初予算の公共事業関係費は、2018年度当初予算から0.9兆円程度上乗せされており、公共投資は高水準での推移が見込まれる。ただし、人手不足に伴う供給制約には留意しておく必要がある。

輸出の減速は続く公算が大きい。世界経済は、在庫循環などの2017年の好材料が剥落したことで減速しているが、今後も減速傾向は継続する可能性が高い。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。加えて、今後は米中貿易戦争の影響が顕在化することも輸出の下押し要因となることが考えられる。ただし、2020年に行われる東京オリンピック・パラリンピックで訪日外客の消費が増えることは、サービス輸出の一時的な押し上げ要因となるだろう。