



## 日本経済に暗雲:2018年1-3月期 GDP(1次速報)結果

**実質 GDP(前期比年率-0.6%)** 本日(5月16日)、内閣府より2018年1-3月期のGDP(1次速報)が公表され、**図表1**にある通り、実質GDP(季節調整済み)は前期比-0.2%(同年率-0.6%)となり、市場予想の前期比0.0%(年率-0.1%)を下回るネガティブ・サプライズとなった。2年(8・四半期連続)続いていたプラス成長が、ついに途切れる結果となった。実質GDP年率-0.6%の内訳の寄与度は、内需が-0.9ポイント、外需が+0.3ポイントとなった(以下、寄与度はポイントで示す)。内需では在庫・設備投資・住宅がマイナスとなり、GDPを押し下げた。消費もほぼ横ばいとなった。外需は輸出のプラス成長が継続し、輸入はGDPを押し下げる方向に作用した。

**2017年度の実質GDPも予想を下回る:過去分の下方修正相次ぐ** 2017年度の実質GDPの伸びは+1.5%にとどまり、日本銀行の見通し+1.9%、市場平均の1.77%、当行予想の+1.9%を下回った。1-3月期の予想対比の下方振れに加えて、2017年4-6月期から同10-12月期のGDPも下方修正となったことが背景。消費と設備投資の下方修正が大きかった。

**民間消費(GDP年率-0.6%への寄与度:-0.0ポイント)** 実質民間最終消費は、前期比-0.001%とほぼ横ばいとどまった。内容としては、雪などの天候悪化によって衣服の売れ行きが不良であり、自動車関連でも弱さが目立った。もっとも雪で外出が出来なかったとしても、消費自体が堅調であればインターネットなどを通じた販売が伸びてもおかしくない。運輸業がこうした取引によって値上げや業界内での人手不足になるほどの状況を踏まえると、天候による消費の押し下げというのは部分だけみて全体をみていない議論であろう。天候の影響を論じる前に、端的に言って単に消費が弱いのだとみている。

**民間設備投資(同:-0.0ポイント)** 民間設備投資(前期比)の市場予想は+0.4%、当行予想も+0.3%としていたので、マイナスの結果(-0.1%)はネガティブ・サプライズ。1次速報段階では設備投資の内訳が分からないため、背景を探ることが難しいが、資本財出荷(除く輸送機械)などをみると一般機械や半導体関連の伸びの鈍化が示唆されているため、そうした影響が出ている可能性はあろう。

図表1 2018年1-3月期 GDP(1次速報)の結果

		2018年1-3月期(1次速報、%)									
		名目GDP		実質GDP				デフレーター			
		前期比	寄与度	前期比	寄与度	前期比 (年率換算)	寄与度 (年率換算)	前期比	寄与度 (注1)		
1	GDP	-0.4	-0.4	-0.2	-0.2	-0.6	-0.6	-0.2	-0.2	GDP	1
2	国内需要	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.9	-0.9	0.1	0.1	国内需要	2
3	民間需要	-0.2	-0.2	-0.3	-0.2	-1.2	-0.9	0.1	0.0	民間需要	3
4	民間最終消費	0.1	0.1	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	0.1	0.1	民間最終消費	4
5	住宅投資	-1.7	-0.1	-2.1	-0.1	-8.2	-0.3	0.4	0.0	住宅投資	5
6	民間設備投資	-0.0	-0.0	-0.1	-0.0	-0.3	-0.0	0.1	0.0	民間設備投資	6
7	民間在庫	***	-0.2	***	-0.1	***	-0.6	***	-0.1	民間在庫	7
8	公的需要	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	公的需要	8
9	政府消費	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	政府消費	9
10	公的資本形成	0.4	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.4	0.0	公的資本形成	10
11	公的在庫	***	-0.0	***	-0.0	***	-0.0	***	0.0	公的在庫	11
12	海外需要	***	-0.3	***	0.1	***	0.3	***	-0.4	海外需要	12
13	輸出	0.1	0.0	0.6	0.1	2.6	0.5	-0.5	-0.1	輸出	13
14	輸入	1.6	-0.3	0.3	-0.1	1.2	-0.2	1.3	-0.2	輸入	14
15	雇用者報酬	0.9	-	0.7	-	-	-	0.2	-	雇用者報酬	15

(注1) GDPデフレーターの前寄与度は、名目GDPの前寄与度-実質GDPの前寄与度で計算している。

(注2) 雇用者報酬のデフレーターの前寄与度は、名目雇用者報酬の前寄与度-実質雇用者報酬の前寄与度で計算している。

(出所) 内閣府、新生銀行 金融調査室作成

**民間在庫(GDP年率-0.6%への寄与度:-0.6ポイント)** 民間在庫(前期比・寄与度)は、GDPの押し下げ要因となった。消費の弱さを踏まえれば、今後の販売が見込めないため、在庫を抑えるといった悪い動きの可能性があろう。

**公的需要(同+0.0ポイント)** 公的需要全体のGDPに対する寄与度は、フラットであった。対前期比の伸び率(年率換算)でも、政府消費・公共投資ともに+0.1%であった。

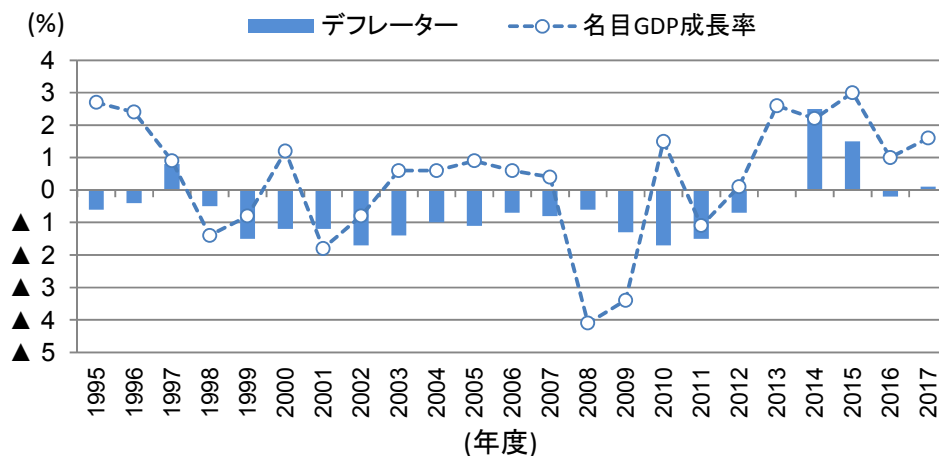
**外需(同+0.3ポイント)** 輸出は前期比年率+2.6%となり、3・四半期連続でプラス成長を維持した。一般の報道では米国と中国の貿易戦争といったヘッドラインが相次いでいる。確かに米国向けはマイナスとなっており、多少米国向け輸出を控えている可能性がある。しかし、EUやアジア向けがその分を取り返していたとみている。輸入は、前期比年率で+1.2%となった。

**名目GDP・デフレーター** 名目GDPは前期比-0.4%、実質GDPは同-0.2%であり、GDPデフレーターは同-0.2%となった。GDPデフレーターを前年比で見ると、2017年4-6月期-0.3%、同年7-9月期・10-12月期+0.1%の後、2018年1-3月期には+0.5%となっている。2015年度の+1%台よりは弱く、軟調な動きが継続している。

**年度ベースの日本経済の姿** 今回、サプライズでマイナスに落ち込んだ設備投資は、6月8日の2次速報時点で上方修正される可能性があるものの、1次速報時点での日本経済の姿を振り返っておこう。名目GDPの伸びは、2013年度+2.6%、2014年度+2.2%、2015年度+3.0%、2016年度+1.0%の後、2017年度は+1.6%という結果となった(図表2)。2017年度+1.6%の内訳を寄与度で見ると、国内需要が+1.7ポイント、純輸出が-0.1ポイントとなり、内需主導の形ではあった。2017年度の名目消費の伸びは+1.2%と2013年度以来の伸びとなり、2017年度の名目民間設備投資も+3.8%とプラス成長が継続している。こうした動きをうけて、GDPデフレーターもアベノミクス以前のマイナスが継続していた状態からは下げ止まっているとは言えそうだ。しかし、近年のデフレーターは再びゼロ近傍となっており、一旦盛り上がった物価上昇期待はしばみつつある。

**先行きの見通し:プラス成長復帰よりも、物価安定実現が重要** こうした中、4月に新体制となった日本銀行は、2019年度頃としていた物価目標の到達時期を削除し、現状のイールドカーブ・コントロールを継続する方針を打ち出している。現状の雇用情勢の改善が物価に波及するのを待つスタンスであろう。また、最近では2019年10月の消費増税実施を前提に、その対策などが報じられる様になっている。マクロ経済政策としては、現状の改善で満足している様にみえる。しかし、上記の様に経済の改善が続いているのにもかかわらず物価の動きが緩慢であるのは、「物価安定に向けて決め手を欠く状態」であり、現状のままでは経済・物価の下振れリスクの方が大きいであろう。市場では4-6月期以降はプラス成長に戻るとの見込みがある様だ。GDPを巡る議論ではプラス成長かどうか論点となるが、より重要な論点は「物価安定の実現によって、中長期的に持続的な成長が達成可能かどうか」であることを肝に銘じたい。

図表2 2017年度の日本経済:デフレではないものの、さりとて物価安定へのモメンタムはみえず



(出所) 内閣府、新生銀行 金融調査室作成

- この資料の無断での複写、転写、転載、改竄、頒布または配布は、形式の如何を問わず、厳しく禁止されています。
- この資料は、情報の提供を唯一の目的としたもので、特定の金融商品取引又は金融サービスの申込み、勧誘又は推奨を目的としたものではありません。
- この資料に述べられている見通しは、執筆者の見解に基づくものであり、弊行の売買・ポジションを代表した公式見解ではありません。
- この資料は公に入手可能な情報・データに基づくものですが、弊行がその正確性・完全性を保証するものではなく、その内容を随時変更することがあります。
- この資料に述べられている見通しは実際の市場動向とは異なる可能性があり、今後の推移を弊行ならびに執筆者が約束するものではありません。
- 金融商品取引を検討される場合には、別途当該金融商品の資料を良くお読みいただき、充分にご理解されたうえで、ご自身の判断と責任においてお取引をなさるようお願いいたします。
- 金融商品によっては所定の手数料等をご負担いただく場合があります。また金融商品によっては証拠金や担保をご提供いただく場合があります。なお、具体的な金融商品が定まっていないため、現時点では手数料・証拠金・担保等の額または計算方法およびその比率をお示しすることはできません。
- 金融商品によっては、金利水準、為替相場、株式相場等の金融商品市場における相場その他の指標にかかる変動により、お客様に損失が生じることがあり、またこの損失がお客様からご提供いただいた証拠金・担保(もしあれば)の額を上回るおそれがあります。
- 商号等／株式会社新生銀行 登録金融機関 関東財務局長(登金)第10号。  
加入協会／日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会