



内需堅調でも残るデフレターの弱さ:2018年4-6月期 GDP(1次速報)結果

年率2%近い成長、当室予想に反して内需主導 本日(8月10日)、内閣府より2018年4-6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+0.5%(年率+1.9%)となり、市場予想(前期比+0.3%、同年率+1.4%)を上回り、当室予想(前期比+0.5%)と一致した。

消費・設備投資のポジティブ・サプライズも、デフレターの弱さは継続 ただし、前期比+0.5%の内訳(以下、寄与度はポイントで示す)は、当室予想では外需主導(+0.3ポイント)の姿を描いていたが、結果は内需+0.6ポイント、外需-0.1ポイントとなった。外需マイナスの要因は輸入の強さ。輸出は前期比+0.2%とプラスを維持し、輸入は同+1.0%となった。輸入は、海外からの財・サービスの購入であるため、機械的な計算では国内のGDPを押し下げる要因となる。輸入の強さは、消費の強さに牽引されたとみられる。消費・設備投資は事前予想の伸びの2倍程度の結果となるポジティブ・サプライズとなった。もっとも名目GDPは前期比で+0.4%(年率+1.7%)、物価の動きを示すデフレターは、消費が前期比-0.4%、GDP全体で-0.0%と依然として緩慢である。今回のGDPの結果を受けて、物価目標の達成前に政策の手が緩められた場合、日本経済がデフレに逆戻りするリスクは依然として高いとみられる。

サービス向け支出が消費を牽引か 家計等の消費(民間最終消費)は前期比+0.7%と、市場予想(同+0.2%)・当室予想(+0.3%)を大幅に上回った。消費の内訳がわかる項目をみると、消費全体(国内家計最終消費支出)で前期比+0.4ポイントのうち、サービス+0.3ポイント、耐久財+0.1ポイントの二つが寄与した(半耐久財+0.0ポイント、非耐久財-0.0ポイント)。消費の背景となる実質雇用者報酬(前期比)は、1-3月期+1.2%、4-6月期+1.9%となり、2013年~2017年の四半期(前期比)の平均+0.24%を大きく上回った。最近の毎月勤労統計における現金給与総額等の賃金関係の指標の強さは、2018年1月の調査対象の変更以降も同じ事業所でみた場合は、それほど強くないのではないかと、との指摘もあった。GDPベースの雇用者報酬では、前者に沿った堅調な結果となった。

短観の強さを裏付ける設備投資 また、設備投資も市場予想・当室予想(前期比+0.6%)を大きく上回る+1.3%となった。

図表1 2018年4-6月期 GDP(1次速報)の結果

	2018年4-6月期(1次速報、%)								GDP		
	名目GDP		実質GDP				デフレター				
	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	0.5	0.5	1.9	1.9	-0.0	-0.1	GDP	1
2	国内需要	0.6	0.6	0.6	0.6	2.4	2.4	-0.0	0.0	国内需要	2
3	民間需要	0.7	0.5	0.7	0.5	3.0	2.2	-0.0	0.0	民間需要	3
4	民間最終消費	0.3	0.2	0.7	0.4	2.8	1.5	-0.4	-0.2	民間最終消費	4
5	住宅投資	-2.0	-0.1	-2.7	-0.1	-10.3	-0.3	0.7	0.0	住宅投資	5
6	民間設備投資	2.0	0.3	1.3	0.2	5.2	0.8	0.7	0.1	民間設備投資	6
7	民間在庫	***	0.1	***	0.0	***	0.2	***	0.1	民間在庫	7
8	公的需要	0.3	0.1	0.2	0.0	0.7	0.2	0.1	0.1	公的需要	8
9	政府消費	0.2	0.0	0.2	0.0	0.9	0.2	-0.0	0.0	政府消費	9
10	公的資本形成	0.5	0.0	-0.1	-0.0	-0.5	-0.0	0.6	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	***	-0.2	***	-0.1	***	-0.5	***	-0.1	海外需要	12
13	輸出	0.5	0.1	0.2	0.0	0.8	0.2	0.3	0.1	輸出	13
14	輸入	1.4	-0.2	1.0	-0.2	3.9	-0.7	0.5	0.0	輸入	14
15	雇用者報酬	1.5	-	1.9	-	-	-	-0.4	-	雇用者報酬	15

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

(注2) 雇用者報酬のデフレターの前期比は、名目雇用者報酬の前期比-実質雇用者報酬の前期比で計算している。

(出所) 内閣府、新生銀行 金融調査室作成

これまで企業収益の割に設備投資の伸びが強くならず、当室でも結果が当室予想を下回ることが多かった印象があったが、ようやく上回った。ここにきて日銀短観の設備投資計画でも、過去3年度の推移と比較すると、非製造業を牽引役に非常に高い伸びが見込まれている。6月の短観では、大企業・全産業の設備投資計画(前年度比)は、+13.6%となり、2006年度6月調査の+11.6%、1988~1990年度の+12~+13%程度来の強さとなった(88年度+12.6%、89年度+12.0%、90年度+13.4%)。

住宅投資 一方で、住宅投資は当室予想ではプラス成長を見込んでいたが、結果は前期比で-2.7%となり、4・四半期連続でのマイナス成長となった。住宅市場の調整は継続するとみられるが、今後は徐々に2019年10月の消費増税前の駆け込み需要が発生してくるとみられる。

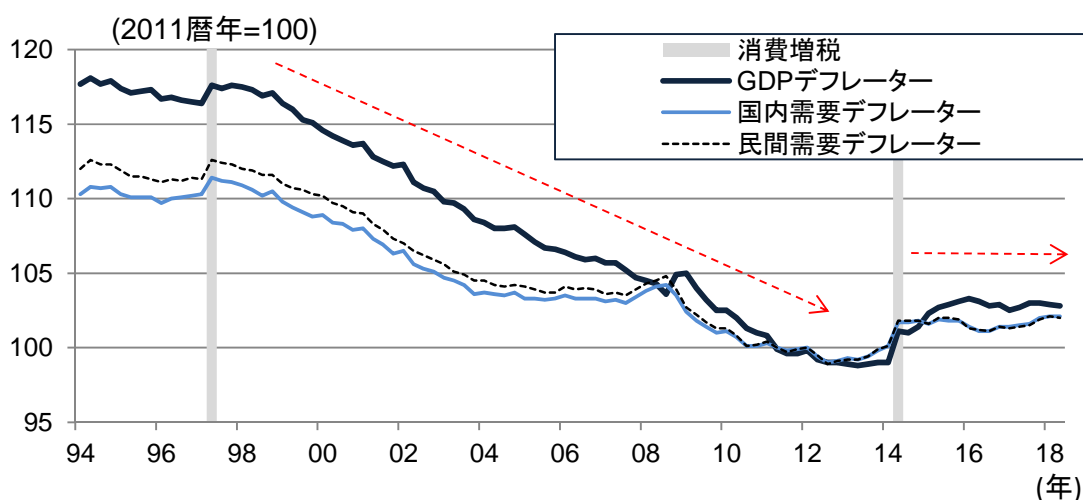
輸出 グローバルに4~6月期をみると、米中の保護主義的な動きが相次いだ。地域では欧州向け、商品別では電気機械等がプラスに寄与したとみられる。7月末の会議で中国の経済政策は緩和的な方向に変更されたとみられる。今後、日本を含めて貿易や投資・知的財産等のグローバルの財やサービスの流れが滞れば、日本経済の下振れリスクとなりかねない状況であろう。

輸入 輸入は前期比+1.0%となり、当室予想(-1.1%)とはプラスマイナスが逆転する結果となった。GDPの1次速報段階では、輸出入の内訳が不明であるため具体的な詳細は不明だが、消費の強さからすると、国内の消費が活発であったために海外からの輸入も増加したことが考えられる。

内需主導の成長でも、依然として油断できない理由 1~3月期のマイナス成長から、市場予想以上に堅調なプラス成長となった。しかし、当室は依然としてデフレーターが緩慢であることから、現在の緩和的な政策をより一層強化する必要があると考えている。

人々の賃金・物価観 GDP統計に含まれる物価、デフレーターを「水準」でみると、90年代後半以降、2012年頃まではほぼ一貫して低下し、10%以上の下落となった(図表2)。なお、デフレーターは消費税の引き上げでも上昇するため、1997年4月、2014年4月に若干上昇している。直近では、この増税の動きを除けば、ほぼ横ばいである。過去の趨勢的な下落トレンドからは変わりつつあるものの、さりとて上昇に転じたとも言い難い。このグラフは現在の「デフレではないが、物価目標は達成していない」、という状況を端的に示しているとみている。では、2%の物価目標を達成しないと何が問題なのであろうか。当室は、市場の一部にある「物価が上がっていないから、金融政策は失敗である」との見方には強い疑問を持っている。そもそも物価目標は、完全雇用の達成のためにあり、現状では完全雇用ではないものの、2013年の金融緩和開始以降、それに大幅に近づいたとみている。

図表2 人々の賃金・物価観：デフレーターは15年程度かけて10%以上下落。足元下げ止まりも、消費増税を除けばほぼ横ばい、これが上向きになるのが物価目標が達成された状態



(出所) 内閣府、新生銀行 金融調査室作成

そうした金融緩和による成果を認めた上でなお、追加緩和により、物価目標達成を目指すべきと考える理由は、①長期的には賃金は物価と同じ方向に動く、②現状での人々の賃金・物価観は、過去 15 年程度の下落局面の影響を強く受けており、「上昇する」との見方には至っていない、③その場合、家計は長期的な賃金上昇に確信が持てず、所得や資産効果対比で消費は下振れしたままとなり、何らかの経済ショック次第で再びデフレに逆戻りするリスクが高い、と考えているためである。足元の経済の改善を物価目標到達までつなげて、長期的かつ持続的な日本経済の成長へとつながることを期待したい。また、市場機能の低下や貸出利ザヤの減少の影響を受ける金融機関にとっても、物価目標の達成による持続的な景気拡大こそが、持続的な成長につながる道ではないだろうか。経済・物価の改善を伴わない金融の引き締めは、短期的な利ザヤの改善しかもたらさないであろう。低成長・デフレの下では、企業が困難に直面してクレジットコストが金融機関の収益に影響を与える面を忘れるべきではないと考えている。

- 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