



## 2018年下期はマイナス成長、外需が下振れ

## 1. 2018年10-12月期 GDP(1次速報)

**事前予想を若干下回る結果** 本日(2月14日)、内閣府より2018年10-12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+0.3%(同年率+1.4%)となり、事前の予想(市場・当室予想前期比+0.4%)を若干下回ったものの、2・四半期ぶりにプラス成長となった。自然災害等の影響によりマイナス成長となった7-9月期からの反動が出た格好だが、その7-9月期の成長率は-0.6%から-0.7%へ下方修正されており、2018年下期は前期比で-0.2%の落ち込みとなった(上期 同+0.3%)。

**内需主導の反発** 10-12月期の前期比+0.3%の内訳(以下、寄与度はポイントで示す)は、内需が+0.6ポイント、外需が-0.3ポイントと内需がけん引役となった。内需は前期からの反動も手伝い、それぞれの需要項目が高めの伸びとなった。

**消費はほぼ事前の予想通りの結果** 家計等の消費(民間最終消費)は、事前の予想(市場予想 前期比+0.7%、当室予想 同+0.5%)に対し、10-12月期は同+0.6%とほぼ予想通りの結果となった。前期は自然災害等の影響などもあり同-0.2%となっていたが、その落ち込みを取り戻す以上の伸びとなった。消費の内訳をみると、国内家計最終消費支出の+0.4ポイントのうち、サービス(+0.3ポイント)、耐久財(+0.2ポイント)、半耐久財(+0.1ポイント)がプラス寄与した一方で、非耐久財(-0.2ポイント)がマイナスに寄与した。消費の背景となる雇用者報酬(前期比)は、名目・実質共に+0.7%となり、名目は7・四半期連続のプラスの伸び、実質は2・四半期ぶりのプラスの伸びとなった。

**ポジティブサプライズとなった設備投資** 設備投資は、市場予想(前期比+1.8%)や当室予想(同+1.0%)に対して、同+2.4%となり、ポジティブサプライズとなった。7-9月期の大幅なマイナス分(同-2.7%)をほぼ取り戻す結果となった。米中の貿易・経済摩擦問題等が企業の設備投資行動へ影響を与えるとの懸念もあるが、現状ではその影響は限定的となっている様子である。

図表1 2018年10-12月期 GDP(1次速報)の結果

	2018年10-12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	0.3	0.3	0.3	0.3	1.4	1.4	-0.1	0.0	GDP	1
2	国内需要	0.7	0.7	0.7	0.6	2.6	2.6	0.1	0.1	国内需要	2
3	民間需要	0.9	0.6	0.7	0.5	3.0	2.2	0.1	0.1	民間需要	3
4	民間最終消費	0.6	0.3	0.6	0.3	2.4	1.3	0.0	0.0	民間最終消費	4
5	住宅投資	1.8	0.1	1.1	0.0	4.7	0.1	0.7	0.1	住宅投資	5
6	民間設備投資	2.7	0.4	2.4	0.4	9.8	1.5	0.3	0.0	民間設備投資	6
7	民間在庫	***	-0.2	***	-0.2	***	-0.8	***	0.0	民間在庫	7
8	公的需要	0.4	0.1	0.4	0.1	1.6	0.4	-0.1	0.0	公的需要	8
9	政府消費	0.6	0.1	0.8	0.2	3.2	0.6	-0.2	-0.1	政府消費	9
10	公的資本形成	-0.5	-0.0	-1.2	-0.1	-4.6	-0.2	0.7	0.1	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	***	-0.5	***	-0.3	***	-1.2	***	-0.2	海外需要	12
13	輸出	0.3	0.1	0.9	0.2	3.7	0.7	-0.6	-0.1	輸出	13
14	輸入	2.8	-0.5	2.7	-0.5	11.3	-1.9	0.1	0.0	輸入	14
		名目		実質				デフレーター(注2)			
15	雇用者報酬	0.7	-	0.7	-	-	-	0.0	-	雇用者報酬	15

(注1) GDPデフレーターの寄与度は、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ーターの前期比は、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

**住宅投資は 2・四半期連続プラス成長** 住宅投資は前期比+1.1%と当室予想(同+1.7%)を下回ったものの、2・四半期連続でのプラス成長となった。長く低調な状況にある住宅市場であるが、本年 10 月に実施予定の消費増税前の駆け込み需要がわずかながらも出てきている可能性がある。

**2・四半期ぶりプラス成長となった輸出** 7-9 月期の輸出は、自然災害の影響により物流が一時的に滞ったことや世界の景気拡大ペースが鈍化してきたこと等により、5・四半期ぶりにマイナスに転じていたが、10-12 月期は前期比+0.9%と 2・四半期ぶりのプラスとなった。輸出のうち、財貨はプラス寄与に転じたが、サービスは 4・四半期連続でのマイナス寄与となった。訪日外客数や訪日外国人旅行消費額の伸びが鈍化していることから、インバウンド需要の減少が懸念されているが、非居住者家計の国内消費は前期の-5.0%から今期は+6.7%となり、堅調な伸びとなった。

**輸入は予想以上の伸び** 輸入は前期比+2.7%となり、当室予想(同+1.5%)を大きく上回る結果となった。消費の反発と同様に、前期の一時的な要因による減少を取り戻す以上の伸びとなっている。

## 2. 暦年データ、遡及改訂

**2018 暦年の結果** 今回、同時に 2018 暦年の数字も公表された。2018 年の実質 GDP は前年比で+0.7%となり、2012 年以降、7 年連続でのプラス成長となっている。内需は+0.7 ポイント、外需は-0.0 ポイントとなった。内訳をみると、内需は消費が+0.2 ポイント、民間設備投資が+0.6 ポイントと伸びをけん引した。外需は輸出入がそれぞれ同程度伸び、純輸出の寄与はほぼゼロとなった。2018 年上期の実質 GDP は前期比+0.3%、下期は同-0.2%となった。

**雇用者報酬の遡及改訂** 本年 1 月に毎月勤労統計が遡及改訂され、再集計値が公表されたことを受けて、今回、内閣府は 2004 年以降の雇用者報酬を再推計している。今回の改訂により、2017 年度の名目雇用者報酬は 275.6 兆円から 276.3 兆円へ 0.7 兆円上方修正されたが、前年度比の変化率は+1.9%のまま変更がなかった。2004 年度から 2016 年度も概ね 0.5~0.7 兆円の上方修正となった。伸び率は 2004 年度のみ前年度比で+0.2%の修正となったが、それ以外は-0.0~+0.1%の修正にとどまり、前年度比の傾向に大きな変化はなかった。現在一部で、実質賃金(平均賃金)がマイナスとなったのではないかと注目されている。平均賃金に雇用者数をかけた雇用者報酬の 2018 年度の動きをみると、名目・実質の伸び率の中でマイナスとなっているのは 2018 年 7-9 月期の実質季節調整値のみであり、それ以外は全てプラスの伸びとなっている(名目・実質原系列は前年比、名目・実質季節調整値は前期比の動き)。

## 3. 先行きの見通し

**(1) 中心的な見通し** 昨年末から年初にかけての株安の動きは、パウエル FRB 議長が海外経済の減速や金融市場の不安定な動きに対応して、利上げ路線から利上げの一旦休止およびバランスシート縮小についても緩和的な方針を打ち出したことで安定化しつつある。もっともこれにより国内では、本年 10 月の消費増税実施の可能性がより高まったとみている。当室では、政府の消費増税対策を踏まえても、消費増税実施による日本経済へのマイナスの影響は大きいものになると考えており、2019 年度・2020 年度の先行きは慎重にみている。そのため当室では現在の緩和的な政策を、財政と金融の連携を含めてより一層強化する必要があると考えている。

**(2) 今後の上振れ要因** 今回、事前の予想以上の伸びとなった設備投資であるが、3 月 1 日公表予定の法人企業統計によって、2 次速報(3 月 8 日公表予定)段階では今回公表の数字が上方修正される可能性がある。日銀短観の設備投資計画の過去の修正パターンをみると、3 月調査から 6 月調査に向け伸び率を高めた後は、9 月・12 月と調査を追うごとに伸び率が引き下げられる傾向がみられる。しかし、2018 年 12 月の調査では大企業全産業が 9 月調査よりも伸び率を高めており、例年にはない動きとなっている。特に人手不足感が強いとみられている非製造業が計画を引き上げている。国内における人手不足を背景とした合理化・省力化投資等が企業の投資活動を後押ししてきている可能性もあるとみている。

**(3) 今後の下振れ要因** 下振れ要因としては、未だ着地点の見えない米中の貿易・経済摩擦問題や英国の EU 離脱問題等がある。各国の景況感や経済見通し等も緩やかな成長減速を示唆しており、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を滞らせる可能性があり、日本経済の下振れリスクとなりかねない状況であろう。

- 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