



## GDP 上方修正も内容は悪化、1-3月期はマイナス成長懸念

**在庫の上方修正が GDP を押し上げ** 本日(3月8日)、内閣府より公表された2018年10-12月期のGDP(2次速報、季節調整済み)は、見た目の数字上は1次速報の前期比年率+1.4%から同+1.9%へと上方修正された。しかし内容は良くなく、消費が下方修正される中で在庫が増加しており、売れ残り分がGDPを押し上げた格好となっている。**図表1**にある通り、実質GDPは前期比+0.5%(同年率+1.9%)となり、事前の市場予想(同+0.4%、同年率+1.7%)を若干上回り、当行の予想(同+0.5%、同年率+2.0%)とほぼ一致した。1次速報(同+0.3%)と2次速報(同+0.5%)の変化(+0.2%)の内訳をみると、内需の寄与度が+0.6ポイント(以下、寄与度はポイントで示す)から+0.8ポイントへと上方修正された。一方で、外需の寄与度は-0.3ポイントと1次速報から変化がなかった。内需の主な項目をみると、民間最終消費が+0.3ポイント→+0.2ポイントと下方修正された一方で、民間在庫が-0.2ポイント→0.0ポイントと、1次速報対比では積み上がりをみせた。民間設備投資等は寄与度では変更がなかった。なお2018暦年のGDP(前年比)は、在庫・輸出の若干の修正により+0.7%から+0.8%へと上方修正された。

**民間設備投資** 設備投資は3月1日の法人企業統計の結果を受けて1次速報の前期比+2.4%から同+2.7%へと上方修正され、市場予想(同+2.7%)と一致した。自然災害等の影響によりマイナスとなっていた7-9月期の減少(同-2.6%)をそのまま取り戻した。実質の形態別・総固定資本形成(前期比)をみると、「その他の建物・構築物」が2・四半期連続でのマイナス(-3.3%)となったものの、「輸送用機械」(+6.9%)、「その他の機械設備等」(+7.4%)、「知的財産生産物」(+0.2%)は前期のマイナスからそれぞれプラスに転じた。なお、「住宅」は5・四半期ぶりにプラスとなった前期に続き2・四半期連続でのプラス(+0.7%)となった。

**民間在庫** 法人企業統計の結果を受けて民間在庫も修正された。「流通品在庫」の修正は大きくはなかったものの、「原材料」、「仕掛品」、「製品」はそれぞれ積み上がりをみせた。先行きの明るさから積極的に在庫を積み上げたというよりは、需要の弱さから積み上がりをみせた可能性もあり、やや注意が必要となろう。

図表1 2018年10-12月期 GDP(2次速報)の結果

	2018年10-12月期(%)												GDP		
	1次速報 公表値				2次速報 公表値										
	実質GDP				実質GDP				名目GDP		デフレーター				
	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	前期比 (年率換算)	寄与度 (年率換算)	前期比	寄与度	前期比	寄与度 (注1)			
1	GDP	0.3	0.3	1.4	1.4	0.5	0.5	1.9	1.9	0.4	0.4	-0.1	-0.1	GDP	1
2	国内需要	0.7	0.6	2.6	2.6	0.8	0.8	3.1	3.1	0.9	0.9	0.1	0.1	国内需要	2
3	民間需要	0.7	0.5	3.0	2.2	0.9	0.7	3.8	2.8	1.1	0.8	0.1	0.1	民間需要	3
4	民間最終消費	0.6	0.3	2.4	1.3	0.4	0.2	1.6	0.9	0.4	0.2	0.0	0.0	民間最終消費	4
5	住宅投資	1.1	0.0	4.7	0.1	1.1	0.0	4.6	0.1	1.7	0.1	0.6	0.1	住宅投資	5
6	民間設備投資	2.4	0.4	9.8	1.5	2.7	0.4	11.3	1.7	3.0	0.5	0.3	0.1	民間設備投資	6
7	民間在庫	***	-0.2	***	-0.8	***	0.0	***	0.1	***	0.0	***	0.0	民間在庫	7
8	公的需要	0.4	0.1	1.6	0.4	0.2	0.1	1.0	0.2	0.2	0.0	-0.1	-0.1	公的需要	8
9	政府消費	0.8	0.2	3.2	0.6	0.7	0.1	3.0	0.6	0.5	0.1	-0.2	0.0	政府消費	9
10	公的資本形成	-1.2	-0.1	-4.6	-0.2	-1.7	-0.1	-6.8	-0.3	-1.2	-0.1	0.6	0.0	公的資本形成	10
11	公的在庫	***	0.0	***	0.0	***	0.0	***	0.0	***	0.0	***	0.0	公的在庫	11
12	海外需要	***	-0.3	***	-1.2	***	-0.3	***	-1.2	***	-0.5	***	-0.2	海外需要	12
13	輸出	0.9	0.2	3.7	0.7	1.0	0.2	4.0	0.7	0.3	0.1	-0.7	-0.1	輸出	13
14	輸入	2.7	-0.5	11.3	-1.9	2.7	-0.5	11.3	-1.9	2.8	-0.5	0.1	0.0	輸入	14
15	実質	0.7	-	-	-	0.6	-	-	-	0.7	-	0.1	-	実質	15
	名目													名目	
	デフレーター(注2)													デフレーター(注2)	

(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) 内閣府より、新生銀行 金融調査室作成

**2019年1-3月期はマイナス成長懸念** 今回のGDPの結果は、1次速報から上方修正され、前期のマイナス(-0.6%)をほぼ取り戻すこととなった。しかし、海外経済の先行き不透明感が高まっており、一部の外需関連の指標や生産に関する指標などが大幅に悪化している。そのため、2019年1-3月期はマイナス成長に陥る可能性が高まっているとみており、景気の先行きを楽観視することは出来ない状況であると考えている。

**デフレリスク警戒で早期にハト派化した欧米** 昨日(3月7日)、ECB(欧州中央銀行)は2019年のGDP成長率見通しを、昨年12月会合の+1.7%から+1.1%へ、0.6%ポイントと大幅に下方修正した。また、政策金利の先行きを示すフォワードガイダンスによる「利上げなしの期間」を、従来の2019年夏までから2019年末まで延長した。金融市場ではある程度はハト派的となることが予想されていたものの、予想以上にハト派的との受け止めのようだ。昨年末から今年のFRB(米連邦制度準備理事会)とともに、欧州もハト派に転じたことになる。米国ですら2%半ばしかない政策金利の水準を考えれば、景気後退リスクに対して出来るだけ早期に緩和的となるのは望ましいとみられる。

**デフレを忘れて増税に向かう日本** 日本では2019年10月には消費増税が実施される見通しであるが、消費増税の実施が堅調さを保っている内需さえも腰折れさせてしまうのではないかと考えている。既に量的緩和を明示的に終了している欧米の方が、今後の景気後退期でデフレに陥るリスクを警戒して緩和的な政策変更を実施しているようにみえる。それに対して、予想インフレ率・物価が相対的に低く、金融緩和の出口がみえない日本の方が消費増税というタカ派的なマクロ経済政策を取ろうとしているようにみえる。現在の良好だが十分でない経済状況をデフレからの完全脱却に結びつけるためには、予算の年度内成立以降に、日本の財政政策を緩和的なものに転換する必要があるのではないかと。海外経済が減速に向かう中においても、日本経済が力強い成長を維持するため、むしろ財政と金融の連携を含めた、より緩和的な政策を強化する必要があると考えている。

(伊藤篤・宮地舟人)

- 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