

# 第一生命経済研究所レポート selection

2019年2月14日  
団体年金事業部

## 2018年10-12月期四半期別GDP速報（1次速報値） ～プラス成長も、7-9月期の落ち込みを取り戻すには至らず～

当社のシンクタンク、株式会社第一生命経済研究所の新家主席エコノミストによる「2018年10-12月期四半期別GDP速報（1次速報値）～プラス成長も、7-9月期の落ち込みを取り戻すには至らず～」をお届けいたします。（別添参照）

2月14日に発表された2018年10-12月期実質GDP成長率は、ほぼ市場予想の通り前期比年率+1.4%となりました。本年金通信は、今回のGDP成長率の内容解説及び今後の経済状況見通しについて記したレポートとなっておりますので、是非ご一読下さい。

以上

# Economic Indicators

発表日: 2019年2月14日(木)

## 2018年10-12月期四半期別GDP速報(1次速報値)

～プラス成長も、7-9月期の落ち込みを取り戻すには至らず～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部  
 主席エコノミスト 新家 義貴 (Tel: 03-5221-4528)

### ○自然災害からの反動でプラス成長。輸出の戻りが弱く、7-9月期の落ち込みは取り戻せず

本日内閣府から公表された2018年10-12月期の実質GDP成長率(1次速報)は前期比年率+1.4%(前期比+0.3%)となった<sup>1</sup>。ほぼ事前の市場予想(前期比年率+1.3%)通りの結果であり、サプライズはない。内容も事前予想と大きな違いはみられない<sup>2</sup>。

10-12月期は潜在成長率を上回るプラス成長となったものの、自然災害による供給制約を背景とした7-9月期の大幅な落ち込み分(前期比年率▲2.6%)を取り戻せていない。供給制約の解消や挽回生産による高成長がもともと10-12月期には期待されていたことを考えると、物足りない結果といわざるを得ないだろう。実際、18年後半の実質GDPは18年前半対比で▲0.2%(年率▲0.4%)と微減であり、前年比でも18年7-9月期が+0.1%、10-12月期が▲0.0%とほぼゼロだ。自然災害とその反動で基調が見えにくいだが、均してみると18年後半の景気は足踏み感が強まり、踊り場状態にあったと判断できるだろう。海外景気の減速やIT部門の不振を主因として輸出に頭打ち感が生じていることが背景にある。

10-12月期の内訳では、7-9月期に自然災害によって下押しされた反動から個人消費や設備投資で高い伸びが実現した一方、期待外れだったのが輸出である。供給制約の解消から高い伸びになることが期待されていたが、実際の伸びは小幅なものにとどまった。一方、輸入は7-9月期の落ち込みからの反動もあって大幅に増加したため、外需が10-12月期の成長率を大きく下押しする形になった。

### ○需要項目別の動向

個人消費は前期比+0.6%と増加した。7-9月期は①豪雨や台風、地震といった自然災害が相次ぎ、外出機会が抑制されたこと、②猛暑や台風に伴う野菜価格の高騰や原油価格高騰によるエネルギー価格の上昇、等を背景に前期比▲0.2%と停滞していたが、10-12月期は比較的高い伸びになった。①7-9月期の天候不順による下押しが解消されたこと、②高騰していた野菜価格が10月末以降は落ち着きを見せたこと、③原油価格下落に伴ってガソリン・灯油価格が下落したこと、④冬のボーナス増加等、好材料が重なったことが10-12月期の消費を押し上げたものとみられる。7-9月期の反動の面も大きい。そのため過大評価は禁物だが、均して見ても緩やかな増加傾向にあると判断して良い。雇用の増加や賃金の緩やかな改善、物価の落ち着き等、消費を取り巻く環境は悪くない。先行きも緩やかな持ち直し

<sup>1</sup> GDP統計では、季節調整のかけ直しや基礎統計の改定に伴い過去の値も毎回改定される。18年1-3月期が前期比年率▲0.9%(改定前▲1.3%)、4-6月期が+2.2%(同+2.8%)、7-9月期が▲2.6%(同▲2.5%)などとなった。大きな変更はなく、景気認識に変更を迫るものではなかった。

<sup>2</sup> 強いて言えば、政府消費が高い伸び(前期比+0.8%)になったことがやや意外。ただその分、在庫変動が予想対比下振れており、GDP全体では予想と大きく変わらない結果になった形である。

が期待できるだろう。

設備投資は前期比+2.4%と大幅に増加した。7-9月期は前期比▲2.7%もの大幅減少となっていたが、10-12月期は再び高い伸びになっている。7-9月期の落ち込みは、4-6月期の高い伸び（前期比+2.5%）の反動や自然災害による供給制約の影響による一時的なものだったことが確認された形である。人手不足に対応した合理化・省力化投資の拡大、インバウンド対応等による建設投資需要の増加、根強い研究開発投資需要など設備投資を取り巻く環境は良好である。均してみれば設備投資は増加傾向が続いていると判断して良い。

公共投資は前期比▲1.2%と減少した。これで6四半期連続のマイナスであり、減少基調が続いている。もっとも、先行きについては自然災害からの復旧・復興需要が顕在化することが予想される。19年入り以降は公共投資が成長率の下支えに寄与する可能性が高いだろう。

住宅投資は前期比+1.1%と2四半期連続で増加した。住宅着工戸数が18年4-6月期に増加したことの影響が遅れて顕在化しているとみられる。足元の住宅着工は、貸家が落ち込む一方で、持家、分譲が持ち直しており、全体としても緩やかに増加している。持家と分譲については消費税率引き上げ前の駆け込み需要が一部顕在化しつつある可能性があるだろう。先行きも、駆け込み需要による押し上げが予想されることから、住宅投資は増加が続く可能性が高い。

在庫投資は前期比寄与度で▲0.2%Pt（前期比年率寄与度▲0.8%Pt）となった。供給制約が解消されたことで、7-9月期に出荷できず積みあがった在庫が一部取り崩されたとみられる。内訳では、流通在庫はプラス寄与だったものの、製品在庫が下押し要因となった。また、1次速報段階では仮置きとなる原材料在庫と仕掛品在庫もマイナスに寄与している。

輸出は前期比+0.9%にとどまった。豪雨や台風、地震、関西国際空港の閉鎖等の影響で7-9月期の輸出は減少していたが、10-12月期はそうした供給制約が解消されたことで増加に転じた。もっとも、増加幅は大きくなく、7-9月期の落ち込み（前期比▲1.4%）を取り戻せていない。均して見ても輸出に頭打ち感が出ている（前年比では10-12月期の実質輸出は+0.3%にとどまる）。中国や欧州といった海外景気の減速に加え、世界的にIT部門で調整色が強まりつつあることが響いているものと思われる。地域別では、米国向けは強かった一方で、中国やNIEs向けがIT関連財を中心に足を引っ張ったとみられ、輸出全体では伸びが限定的なものにとどまった。なお、財輸出でみると7-9月期が前期比▲1.3%、10-12月期が+1.4%と多少マシな見た目になるが、それでもやはり増勢は明確に鈍化している。サービス輸出については前期比▲1.3%と、7-9月期の▲1.9%に続いての減少。インバウンド消費に対応する実質・非居住者家計の国内での直接購入（サービス輸出にカウント）は前期比+6.7%と、空港閉鎖等による7-9月期の急減（前期比▲5.0%）からのリバウンドがみられたが、それ以外のサービス輸出がかなり弱く、サービス輸出全体ではマイナスとなっている。

また、10-12月期は輸入が前期比+2.7%と大幅に増加した。こちらは7-9月期の落ち込み分（前期比▲0.7%）を取り戻す動きが素直に出た形である。輸入の伸びが輸出の伸びを大きく上回ったことから、外需寄与度は前期比▲0.3%Pt（前期比年率▲1.2%Pt）と、10-12月期のGDP成長率を大きく押し下げている。

## ○ 先行きも停滞感が残る公算大

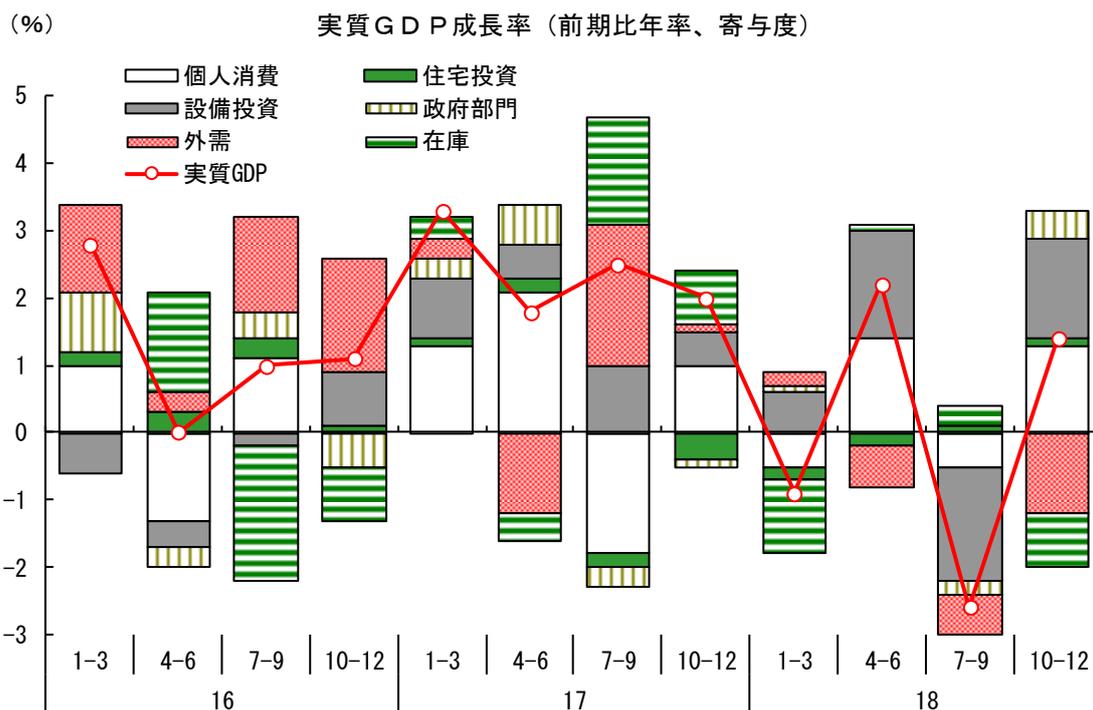
今回、18年後半の景気が足踏み状態にあったことが改めて確認されたが、19年1-3月期以降についても停滞感が残る可能性が高いとみている。特に懸念されるのが輸出の動向だ。世界経済の減速傾向にまだ歯止めがかかっていないことに加え、日本の主力輸出製品であるIT分野についても世界的に調整色が強まりつつある状況である。世界経済は減速しつつも拡大傾向自体は維持しているため、輸出がこの先落ち込んでいくとまで見る必要はないだろうが、当面伸びにくい状況が続く可能性が高い。設備投資については引き続き増加傾向で推移する可能性が高く、景気を下支えするが、輸出鈍化の影響を受けて伸びはやや鈍化する可能性が高いだろう。

個人消費の緩やかな回復傾向が続くとみられること、復旧・復興需要の顕在化に伴って公共投資の増加が見込まれること、住宅投資で駆け込み需要が生じること等から家計・政府部門は持ち直しが期待できるため、景気失速を見込む必要はないとみられる。ただ、企業部門の牽引力が以前と比べて弱まっていることで、先行きの景気回復ペースは緩やかなものにとどまるだろう。当面、停滞感が残る展開を予想している。

## ○ 毎勤問題を受けて雇用者報酬の遡及改定が実施された

不適切調査が長年行われていた毎月勤労統計では、正しい数値に近づけるためのデータ補正が可能な2012年以降について「再集計値」が公表されている。そのとばっちりを受ける形で、内閣府も雇用者報酬の再推計を実施することになった（毎月勤労統計は雇用者報酬の基礎統計の一つ）。既に1月25日に、2016年以降について雇用者報酬の遡及改定値が内閣府より公表されていたが、今回新たに2015年以前の数値についても再推計が行われている。伸び率に大きな変更はみられず、景気判断への影響もほとんどないといって良い。

今回難しいのは2004年から2011年までの取扱いである。厚生労働省は2011年以前については必要な資料が破棄されているため再集計値の作成が困難と主張しており、現時点では再集計値が2012年以降についてしか存在しない。そのため内閣府は今回、簡便・暫定的な方法で補間推計を行ったとのことである。具体的には、①毎月勤労統計の再集計値が存在する2012年について、再集計値と既公表値の差分を元に今回の復元の影響度合いを産業別に推定。これを雇用者報酬の既公表値に加算する。②2012年の雇用者報酬の推計過程で得られる産業別の改定率が他の年にも当てはまると仮定し、その改定率を既存の雇用者報酬の値に乗じる、といった手法を採用している。厳密な方法ではないとのことだが、データと時間の制約を考えると、現時点ではこれがベストと思われる。



(出所) 内閣府「国民経済計算」

図表 実質GDPの推移

|                | 17年     |       | 18年   |       | 当社事前予想 |
|----------------|---------|-------|-------|-------|--------|
|                | 10-12月期 | 1-3月期 | 4-6月期 | 7-9月期 |        |
| 実質GDP          | 0.5     | ▲ 0.2 | 0.6   | ▲ 0.7 | 0.3    |
| (前期比年率)        | 2.0     | ▲ 0.9 | 2.2   | ▲ 2.6 | 1.4    |
| 内需寄与度          | 0.5     | ▲ 0.3 | 0.7   | ▲ 0.5 | 0.6    |
| (うち民需)         | 0.5     | ▲ 0.3 | 0.7   | ▲ 0.5 | 0.5    |
| (うち公需)         | 0.0     | 0.0   | 0.0   | ▲ 0.1 | 0.1    |
| 外需寄与度          | 0.0     | 0.1   | ▲ 0.1 | ▲ 0.1 | ▲ 0.3  |
| 民間最終消費支出       | 0.5     | ▲ 0.2 | 0.6   | ▲ 0.2 | 0.6    |
| 民間住宅           | ▲ 3.2   | ▲ 2.0 | ▲ 2.0 | 0.5   | 1.1    |
| 民間企業設備         | 0.8     | 1.0   | 2.5   | ▲ 2.7 | 2.4    |
| 民間在庫変動(寄与度)    | 0.2     | ▲ 0.3 | 0.0   | 0.1   | ▲ 0.2  |
| 政府最終消費支出       | 0.0     | 0.2   | 0.1   | 0.2   | 0.8    |
| 公的固定資本形成       | ▲ 0.3   | ▲ 0.7 | ▲ 0.6 | ▲ 2.1 | ▲ 1.2  |
| 財貨・サービスの輸出     | 2.2     | 0.4   | 0.4   | ▲ 1.4 | 0.9    |
| 財貨・サービスの輸入     | 2.3     | 0.0   | 1.3   | ▲ 0.7 | 2.7    |
| 名目GDP          | 0.3     | ▲ 0.4 | 0.5   | ▲ 0.6 | 0.3    |
| (前期比年率)        | 1.3     | ▲ 1.8 | 1.9   | ▲ 2.4 | 1.1    |
| GDPデフレーター(前年比) | 0.1     | 0.5   | ▲ 0.1 | ▲ 0.4 | ▲ 0.3  |

(出所) 内閣府「国民経済計算」  
 ※断りの無い場合、前期比(%)

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所調査研究本部経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。