

日本経済:10~12月期2次QEは年率+1.6%への上方修正を予想

2018年10~12月期の実質GDP成長率は、2次速報で前期比+0.4%（年率+1.6%）へ上方修正されると予想。法人企業統計季報を受けた設備投資や民間在庫投資の上方修正が主因。一方で、企業業績は特に製造業でピークアウトが鮮明。中国の一部分野の需要落ち込みによるところが大きい、その影響は徐々に弱まり、労働分配率の上昇傾向も見込まれるため、景気腰折れは回避。

小幅上方修正にとどまり景気の見方は変わらず

3月8日発表予定の2018年10~12月期GDP2次速報は、1次速報値の前期比+0.3%（年率+1.4%）から前期比+0.4%（年率+1.6%）へ小幅上方修正される見込み。

本日発表された10~12月期の法人企業統計季報において、設備投資（名目）は7~9月期の前年同期比+4.5%から10~12月期に+5.7%へ小幅な伸びの加速にとどまったが、サンプルの歪を修正

すると+4.8%から+7.4%へ比較的大幅な伸びの加速となり、これを反映してGDPベースの名目設備投資も7~9月期の前年同期比+2.1%から10~12月期は+4.6%（1次速報は+4.3%）へ伸びが高まると見込まれる。この結果、10~12月期の設備投資は実質で1次速報の前期比+2.4%から2次速報では+2.6%へプラス幅が若干拡大する見通し。また、民間在庫投資も法人企業統計を反映して若干上方修正されるとみられる。

一方で、公的固定資本形成（公共投資）は12月の建設工事出来高の実績を反映して下方修正（1次速報前期比▲1.2%→2次速報▲1.7%）されるが、上記の上方修正ほどではなく、GDP全体も小幅な上方修正となる。

製造業分野の業績拡大が一服

GDP成長率は持ち直した形となったが、法人企業統計は企業収益が一旦ピークを打った可能性を示した。10~12月期の企業収益（経常利益）は、全産業で前年同期比▲7.0%となり、実に10四半期（2年半）ぶりの減益となった。製造業（▲10.6%）、非製造業（▲4.9%）ともマイナスであったが、製造業は2四半期連続でマイナス幅も大きく、業績拡大の一服が鮮明となった。内訳を見ると、原油価格の下落を受けて石油・石炭が赤字に転じたほか、業務用機械（前年同期比▲28.8%）、情報通信機械（▲19.0%）、輸送用機械（▲12.8%）、生産用機械（▲8.1%）で落ち込みが大きい。これらの業種に共通する点は、中国向け

実質GDP成長率の推移（QE予測）

	2017				2018				(前期比・%)	
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	1次速報 10~12	2次予測 10~12	
実質GDP	0.8	0.4	0.6	0.5	▲0.2	0.6	▲0.7	0.3	0.4	
(年率換算)	3.3	1.8	2.5	2.0	▲0.9	2.2	▲2.6	1.4	1.6	
(前年同期比)	1.4	1.8	2.1	2.4	1.3	1.5	0.1	▲0.0	▲0.0	
国内需要	0.8	0.8	0.1	0.5	▲0.3	0.7	▲0.5	0.7	0.7	
民間需要	0.9	0.8	0.2	0.7	▲0.4	0.9	▲0.6	0.7	0.8	
民間最終消費支出	0.6	0.9	▲0.8	0.5	▲0.2	0.6	▲0.2	0.6	0.6	
民間住宅投資	0.5	1.8	▲1.9	▲3.2	▲2.0	▲2.0	0.5	1.1	1.1	
民間企業設備投資	1.5	0.9	1.7	0.8	1.0	2.5	▲2.7	2.4	2.6	
民間在庫品増加	(0.1)	(▲0.1)	(0.4)	(0.2)	(▲0.3)	(▲0.1)	(0.1)	(▲0.2)	(▲0.1)	
公的需要	0.4	0.7	▲0.3	▲0.0	0.0	▲0.1	▲0.2	0.4	0.3	
政府最終消費支出	0.3	▲0.1	0.3	0.0	0.2	0.1	0.2	0.8	0.8	
公的固定資本形成	0.5	3.2	▲2.4	▲0.3	▲0.7	▲0.6	▲2.1	▲1.2	▲1.7	
財貨・サービスの純輸出	(0.1)	(▲0.3)	(0.5)	(0.0)	(0.1)	(▲0.3)	(▲0.1)	(▲0.3)	(▲0.3)	
財貨・サービスの輸出	1.7	▲0.1	2.5	2.2	0.4	0.4	▲1.4	0.9	0.9	
財貨・サービスの輸入	1.3	1.9	▲0.6	2.3	0.0	1.3	▲0.7	2.7	2.7	

(出所) 内閣府、予測は当研究所による

を中心に輸出が大きく減少していることであり、中国経済減速の影響を強く受けたと言って良いだろう。ただ、貿易摩擦の影響というよりは、中国内でスマートフォンや自動車の販売が落ち込んだ影響が大きいと考えられる。

企業の経常利益の推移(前年同期比、%)



(出所) 財務省

労働分配率の推移(季節調整値、%)



(出所) 財務省統計より当研究所にて試算

一方で、労働分配率(当研究所試算の季節調整値)は、全産業で7~9月期の59.8%から10~12月期は61.1%へ上昇した。経常利益が減少する中で、人件費は10~12月期も前年同期比+3.1%と増加を維持したためである。一般的に、人件費の抑制は業績悪化に遅れるため、こうした業績の転換点では労働分配率が上昇することは自然ではあるが、人手不足が極まっている状況下で人材確保のため賃金の上昇は避けられないため、今後も人件費はさほど抑制されず、労働分配率は上昇が続く可能性が高い。このことは、これまで企業部門に蓄積された所得の家計部門への分配が進むことを意味し、景気腰折れの可能性を低下させる要因となる。

製造業の業績悪化の主因となった中国におけるハイテクや自動車分野の需要落ち込みについても、在庫調整の進展や政府の景気刺激策によって徐々に影響は弱まると見込まれ、長期化は避けられよう。日本経済は、2019年に入り芳しくない指標が増えているが、景気の腰折れには至らないとみている¹。

¹ 詳しくは、2019年2月26日付「日本経済情報 2019年2月号 日本経済改訂見通し〜拡大続くも足取りは緩慢」参照。

https://www.itochu.co.jp/ja/economic_monitor/report/2019/_icsFiles/afiedfile/2019/02/27/20190226_J.pdf