

Global Market Outlook

発表日: 2019年5月20日(月)

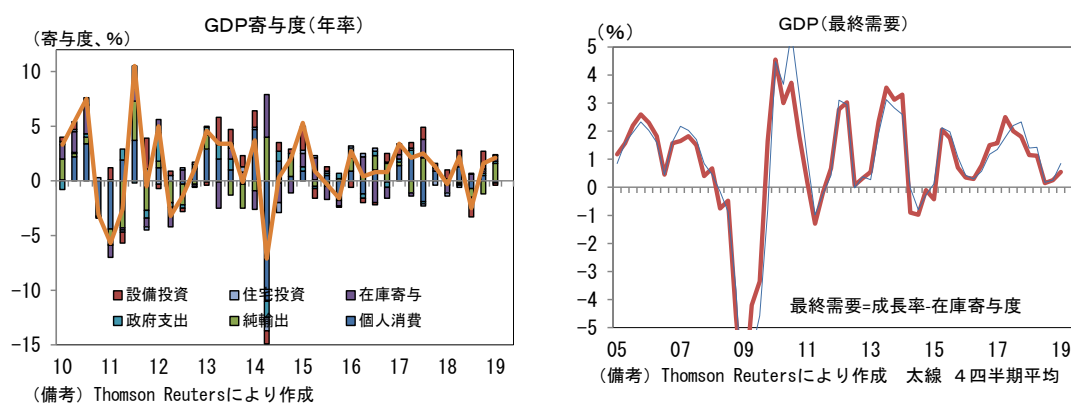
「景気は緩やかに回復しているようにみえない」

～市場は消費増税の「再々延期」を意識～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
主任エコノミスト 藤代 宏一 (TEL: 03-5221-4523)

日本の2019年1-3月期実質GDPは前期比年率+2.1%と、マイナス成長を見込んでいた市場予想を大幅に上回った。18年7-9月期(▲2.5%)に大きく落ち込んだ後、10-12月期(+1.6%)に続き、2四半期連続のプラス成長を確保した形。

もっとも、今回のGDPはヘッドラインの数値こそプラス成長を確保したが、その内容は悪い。項目別にみると、輸入の減少¹(年率寄与度+3.4%※以下全て年率寄与度)と在庫の増加(+0.5%)が大幅な押し上げ寄与となった反面、重要項目の個人消費(▲0.2%)、設備投資(▲0.2%)、輸出(▲1.8%)は軒並みマイナスであった。輸入の減少幅は2009年1-3月期以来の大きさであり、この間、同時に在庫が積み上がったことは内需の弱さを反映している。在庫増加は4-6月期以降に下押し要因へと成り代わるため、今後の成長は抑制的になるろう。



目下、注目すべきはこの結果を受けた24日の月例経済報告。内閣府の月例経済報告における景気総括判断は、別途内閣府が示す景気動向指数の基調判断と異なり、機械的ではなく、一過性要因による変動を除去したり、数ヶ月先の見通しを考慮することで総合的に判断する。そのため、景気の総括判断を下方修正することは、先々の景気回復が見込み難いという含意があり、政策運営にあたって重要な決断となる。当然のことながら、政府としては景気対策に前向きな姿勢を見せる必要がでてくる。

4月の月例経済報告は「景気は、このところ輸出や生産の一部に弱さもみられるが、緩やかに回復している」として「回復」という2文字を残している。景気の総括判断において極めて重要な位置づけである輸出と生産の弱さを認めているにもかかわらず、総括判断を「回復」に据え置いているのは、足もとの輸出と生産の減速が一時的であるとの前提を置いているためだ。だが、16日付けのロイター通信の「政府、月例総括判断引き下げへ 米中対立長期化受け＝関係筋」と題した記事によると、内

¹控除項目である輸入の減少は全体の成長率に対してプラスに寄与する。

閣府関係筋が「年度後半に中国の景気刺激効果が出現するほか、半導体市況が好転するとの前提を置いていたが、米中貿易戦争の激化によって、そのシナリオは見直しが必要との判断に至った」という趣旨の見解を述べたという。景気動向指数の基調判断が「悪化」に転じ、その後発表されたGDPも冴えず、先行きの回復シナリオが磐石でないことを踏まえると、2013年7月から維持してきた「回復」を据え置けるかは微妙なところだ（筆者もやや違和感を覚える）。

仮に景気の総括判断が引き下げられ、「回復」というキーワードが消えた場合、株式市場を中心に消費増税の再々延期が意識されることは必至²。筆者を含む多くの市場関係者は予定通りの増税をメインシナリオにしつつも、その可能性を完全に排除しておらず、「再々延期」を意識させる材料に敏感である。仮に再々延期となった場合、過去2回（14年11月、16年5-6月）の延期決定と比べ、消費増税引き上げの予定次期までの時間的距離が近く、サプライズを誘い易い。

² 為替、金利への直接的な影響は考えにくい。

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。