Economic Indicators

発表日:2019年8月9日(金)

2019年4-6月期四半期別GDP速報(1次速報値)

～内需を牽引役として高い成長が実現も、先行きには不安～

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)

内需の増加を主因に３四半期連続のプラス成長

本日内閣府から公表された2019年４-６月期の実質ＧＤＰ成長率（１次速報）は前期比年率＋1.8%（前期比＋0.4%）となった[1]。事前の市場予想（前期比年率＋0.4%、筆者予想：＋0.7%）を大幅に上回るサプライズである。

今回の成長を牽引したのは内需。個人消費が前期比＋0.6%と高い伸びになったことに加え、設備投資も前期比＋1.5%と好調、なぜか政府消費まで前期比＋0.9%と大きく上振れるなど、内需が軒並み強い結果となっている。消費については、10連休効果で客足が増えたことに加え、耐久財では駆け込み需要の動きも一部生じた模様である。こうした内需の好調さが外需の落ち込み（外需寄与度は前期比年率▲1.2%Pt）をカバーする形になっている。なお、外需の大幅マイナス寄与は元々想定されていたが、その度合いが予想よりも小さかった（筆者の事前予想は年率寄与度▲1.8%Pt）ことも、成長率上振れ要因の一つである[2]。

１-３月期（前期比年率＋2.8%）は、輸入が急減したことが成長率の押し上げ要因となっており、高成長の割に内容は悪いとの評価が多かった。一方、４-６月期は輸入が増加して成長率の押し下げ要因になるなかで内需が好調に推移している。表面上の高い成長率だけでなく、内容も１-３月期対比で良化したと言って良い。

もっとも、今回の高成長を額面通り受け取ることも避けた方が良い。４-６月期の成長率を牽引した個人消費については、10連休効果や駆け込みによる耐久財消費増といったイレギュラーな押し上げ要因が大きく、実力以上に上振れている可能性が高い点に注意が必要だ。７-９月期には10連休効果の剥落により下押し圧力がかかりやすいだろう。また、所得が伸び悩むなか、消費者マインドの悪化がこのところ顕著になっている点も懸念材料である。消費を取り巻く環境が上向いているわけではなく、消費の基調は強いとは言い難い。また、今回地味に影響が大きかった政府消費の大幅増（前期比年率寄与度：＋0.7%Pt）については、医療費の増加が影響したとのことだが、これも持続的なものとは思われず、７-９月期に反動が出る可能性がある。今回の個人消費の増加、ひいてはＧＤＰの高成長についてはある程度割り引いて見た方が良いだろう。

実際、19年１-３月期の前期比年率＋2.8%、４-６月期の＋1.8%という、まるでアメリカのような高

[1] 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▲0.3%（改定前▲0.4%）、４-６月期が＋1.6%（同＋2.3%）、７-９月期が▲1.9%（同▲2.6%）、10-12月期が＋1.6%（同＋1.8%）、19年１-３月期が＋2.8%（同＋2.2%）などとなった。19年１-３月期が上方改定されていることがやや目立っており、今回の４-６月期の上振れとともに、19年前半の成長率が予想以上に高いものだったことが改めて示されている。

[2] 筆者が内閣府に事前に２度問い合わせた際には、６月分の国際収支統計（8/8公表）の結果は１次ＱＥでは反映しないとの回答を受けていたが、実際には反映を行った。６月分の輸入が想定対比弱かったことが、事前予想との乖離に繋がっている。この対応はいかがなものかと思う。

い成長率については、他の経済指標との乖離があまりに大きく、さすがに違和感が残る。企業や家計の景況感等のソフトデータで下げ止まりがまだ見えていないほか、鉱工業生産や景気動向指数などでも低迷が続くなど、ＧＤＰ以外の代表的な指標では、むしろ19年前半は景気の停滞度合いが強まっていることを示すものが多い。「低調な製造業を好調な非製造業が支える」ことで景気が失速を回避していることは確かなようだが、かといって19年前半の景気が加速感を強めたとは思えない。ＧＤＰ統計でみれば19年前半の景気は好調といった形になるが、他の経済指標も踏まえて総合的に判断すれば、景気は引き続き停滞感が残る状況にあると評価した方が良いと思われる。

需要項目別の動向

個人消費は前期比＋0.6％と高い伸びとなった。10連休による押し上げが効いたようだ。レジャー等のサービス消費が増加したほか、外出機会が増えたことで財消費にも恩恵があったとみられる。また、４－６月期は自動車や家電といった耐久財消費も前期比＋4.3％と好調だった。一部で駆け込み需要が出た可能性があるだろう。

前期比＋0.6％という数字は17年４－６月期以来の高い伸びであるが、10連休効果によって押し上げられている面もあり、消費の基調が強まっていることを示すものとは言い難い。所得の伸び悩みが続くなか、消費者マインドは相次ぐ食料品値上げや景気の先行き不透明感の強まり、消費増税への不安等を背景としてこのところ明確に悪化するなど、消費を取り巻く環境は良くない。基調としては個人消費は緩やかな増加にとどまるといった評価が妥当だろう。

設備投資は前期比＋1.5％と３四半期連続で増加した。増加幅も大きく、設備投資は増加傾向が持続しているとの評価で良いだろう。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が引き続き押し上げ要因になっているものと思われる。

公共投資は前期比＋1.0％と２四半期連続で増加した。2018年度補正予算の効果が顕在化しているものと思われる。先行きについても、引き続き補正予算効果の発現が続くことに加え、19年度当初予算で公共投資関連予算が増額されていることが押し上げ要因になる。先行指標である公共工事請負金額も増加傾向にあり、公共投資は先行きも景気の下支え要因となる可能性が高い。

住宅投資は前期比＋0.2％となった。増加は４四半期連続。貸家着工は引き続き減少傾向にある一方、持家着工において、消費税引き上げを前にした駆け込み需要が発生したことが押し上げ要因になったことが影響した。もっとも、駆け込み需要についてはほぼ出尽くしたものとみられ、先行きについては住宅着工戸数は水準を切り下げて行くことになるだろう。住宅投資も減少に転じていく可能性が高い。

そのほか、在庫投資は前期比寄与度で▲0.1％Pt（前期比年率寄与度：▲0.3％Pt）となった。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が小幅マイナス寄与となったことに加え、製品在庫も僅かに下押しに効き、成長率を押し下げた。在庫水準はまだ高いことから、依然として在庫調整圧力は強い。先行きも在庫要因が成長率を押し下げやすい状況にある。

輸出は前期比▲0.1％となった。１－３月期に前期比▲2.0％と大きく落ち込んだ後にもかかわらず、特段の反動は出ておらず、弱い結果である。前年比でみても▲2.9％と２四半期連続で減少しており、減少幅も１－３月期の▲2.2％から拡大している。均してみれば減少基調との評価で構わない。中国を中心とした海外景気の減速やＩＴ部門の不振が背景にある。一方輸入は前期比＋1.6％と増加した。１－３月期に前期比▲4.3％と急減していた反動が出た形である。この結果、外需寄与度は前期比▲0.3％

Pt（前期比年率▲1.2%Pt）と、４－６月期のＧＤＰ成長率を大きく押し下げた。

７－９月期は意外に伸び悩む？

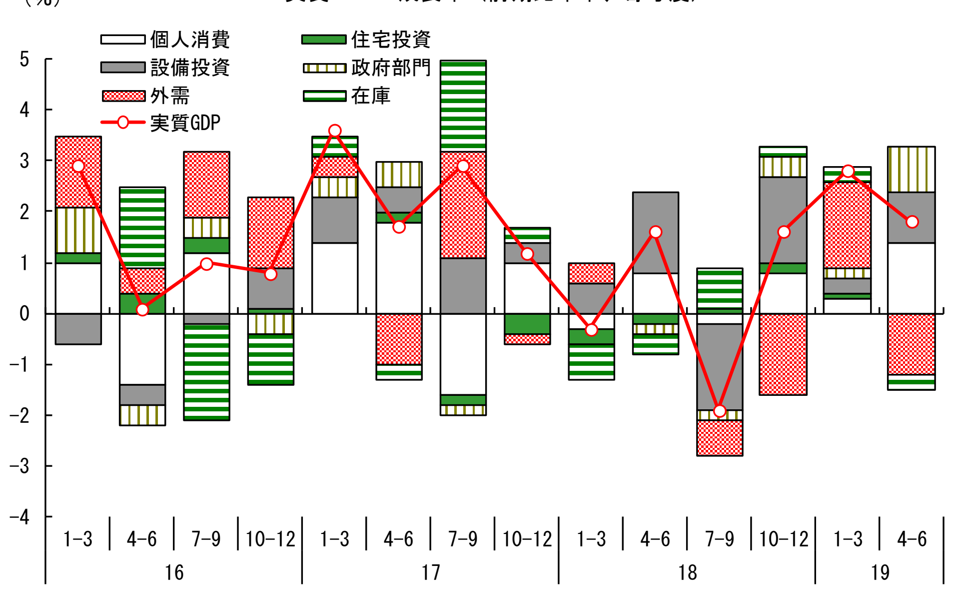
以上のとおり、４－６月期のＧＤＰ成長率は高成長となったものの、10 連休効果による個人消費の押し上げ等の一時的な要因に支えられた面もある。ある程度割り引いてみた方が良いだろう。

７－９月期については小幅プラス成長を予想している。消費増税前の駆け込み需要による高成長を予想する意見も多いが、高成長までには至らないのではないか。前述のとおり、個人消費では４－６月期に実力以上に押し上げられており、その反動が７－９月期には出易い。天候不順の影響で７月の個人消費が大きく減少する可能性が高い点も懸念材料だ。もちろん、駆け込み需要が発生することで消費は押し上げられるが、全体としてみれば７－９月期の個人消費がそれほど大きな増加になる可能性は低いと考えている。また、輸出についても、世界経済の減速傾向が続くなか引き続き低調に推移するとみられることもマイナス要因だ。７－９月期の成長率は伸び悩み、年率＋１％以下にとどまる可能性が高いとみている（前回増税直前の 14 年１－３月期の成長率は前期比年率＋3.9％）。

その先についても懸念材料は多い。現在の景気は「悪化する外需を内需が支える」という構図であり、底割れは回避されている状況にある。ただ、消費増税が実施される 10 月以降にはこの構図に変化が生じるかもしれない。消費増税に備えて様々な対策が実行に移されることから、14 年の増税時と比較すれば悪影響はかなり小さくなるだろうが、それでも一定の下押し圧力は受けざるを得ない。下押しが大きいようであれば、「底堅い内需」という表現は妥当性を失うだろう。その時までに外需が持ち直していれば、今とは逆に「内需の低迷を外需が補う」ことで失速が回避されるとみられるが、果たしてそう上手くいくかどうか。激化する一方の米中貿易戦争や円高の進行といったマイナス要因もあり、輸出持ち直しのタイミングが後ズレする可能性は十分あると言わざるを得ない状況である。また、消費増税についても、消費者がどの程度増税に反応するかは単に負担増の大きさだけで決まるわけではなく、心理面にも大きく依存するため、悪影響の大きさを事前に予想することは難しい。

このように、先行きの景気には非常に不透明感が強い。メインシナリオとしては、綱渡り状態ながらもなんとか失速は回避されるとみているが、リスクは明らかに下振れである。消費増税後の景気動向には十分な警戒が怠れない。

実質ＧＤＰ成長率（前期比年率、寄与度）



（出所）内閣府「国民経済計算」

図表　実質GDPの推移

	18年 1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	19年 1-3月期	4-6月期	当社事前予想
実質GDP	▲ 0.1	0.4	▲ 0.5	0.4	0.7	**0.4**	0.2
（前期比年率）	▲ 0.3	1.6	▲ 1.9	1.6	2.8	**1.8**	0.7
内需寄与度	▲ 0.2	0.4	▲ 0.3	0.8	0.3	**0.7**	0.6
（うち民需）	▲ 0.2	0.5	▲ 0.3	0.7	0.2	**0.5**	0.6
（うち公需）	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	**0.2**	0.1
外需寄与度	0.1	0.0	▲ 0.2	▲ 0.4	0.4	**▲ 0.3**	▲ 0.4
民間最終消費支出	▲ 0.1	0.4	▲ 0.1	0.4	0.1	**0.6**	0.8
民間住宅	▲ 2.5	▲ 1.9	0.8	1.3	0.6	**0.2**	1.0
民間企業設備	1.0	2.5	▲ 2.6	2.7	0.4	**1.5**	1.3
民間在庫変動（寄与度）	▲ 0.2	▲ 0.1	0.2	0.1	0.1	**▲ 0.1**	▲ 0.1
政府最終消費支出	0.3	0.1	0.2	0.7	▲ 0.1	**0.9**	0.1
公的固定資本形成	▲ 1.0	▲ 1.2	▲ 1.8	▲ 1.3	1.4	**1.0**	0.8
財貨・サービスの輸出	1.0	0.8	▲ 2.1	1.2	▲ 2.0	**▲ 0.1**	0.4
財貨・サービスの輸入	0.6	0.8	▲ 1.2	3.6	▲ 4.3	**1.6**	3.0
名目GDP	▲ 0.1	0.2	▲ 0.4	0.4	1.0	**0.4**	0.1
（前期比年率）	▲ 0.6	0.6	▲ 1.7	1.7	4.2	**1.7**	0.5
GDPデフレーター（前年比）	0.5	▲ 0.1	▲ 0.4	▲ 0.3	0.1	**0.4**	0.2

（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。見通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。