

Economic Indicators

発表日: 2019年11月14日(木)

2019年7-9月期四半期別GDP速報(1次速報値)

～事前予想を下回る弱い結果に～

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)

消費を主因として事前予想を下回る結果に

本日内閣府から公表された2019年7-9月期の実質GDP成長率(1次速報)は前期比年率+0.2%(前期比+0.1%)¹となった。外需が押し下げ要因になった一方で、個人消費が前期比+0.4%と伸びたほか、設備投資や公共投資も増加が続くなど、内需が支える形になっている。これで辛うじて4四半期連続のプラス成長とはなったものの、事前の市場予想(前期比年率+0.8%、筆者予想: +1.0%)からは下振れている。駆け込み需要による押し上げがあったなかでゼロ%近傍にとどまる結果であり、弱い印象を受ける。個人消費の伸び(前期比+0.4%、市場予想: +0.6%、筆者予想: +0.7%)が想定ほど高まらなかったことや在庫のマイナス寄与が大きかったこと等が下振れの主因である。

個人消費は前期比+0.4%と、前回増税直前の14年1-3月期(前期比+2.0%)と比べて増加幅はかなり控えめなものにとどまった。これは、①軽減税率やキャッシュレスポイント等の消費税対策が実施されたことに加え、前回対比増税幅が小さかったことから駆け込み需要自体が抑制されたことのほか、②10連休効果で4-6月期が実力以上に押し上げられていたことの反動、③7月の天候不順による下押し、④所得が伸び悩むなか、そもそもの消費の基調が弱いこと、等が影響しているものと思われる。また、駆け込みによる消費の増加が在庫の取り崩しによってある程度対応されたことも成長率を抑制する要因になったほか、輸出の伸び悩みが続くなか、外需寄与度がマイナス寄与になったことも下押し要因になっている。結果として、7-9月期の成長率は、駆け込み需要があった割には弱いものにとどまっている(14年1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率+3.9%)。

なお、今回の消費の伸びがそれほど高いものではないことをもって駆け込み需要が出なかったと評価すべきではない。前述の②～④の消費下押し要因があることで見えづらくなっている面が大きく(特に③の7月の落ち込みは相当影響している)、駆け込み需要自体は相応に発生したとみられる。今回の消費の伸び(前期比+0.4%)と14年1-3月期の伸び(前期比+2.0%)を単純に比較して、「駆け込み需要は前回の5分の1」と評価するのは誤りだろう。月次の各種消費関連統計をみる限りでは、むしろ各種平準化策が採用された割には駆け込み需要は大きかったとの評価も可能と思われる。

こうした駆け込み需要については10-12月期に反動が出ることは必至であることに加え、増税による実質購買力の抑制による悪影響も懸念される。増税に備えて様々な対策が実行に移されたことから、14年と比較すれば実質所得減による悪影響は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。こうした駆け込みの反動と増税負担に伴って10-12月期の個人消費は大幅な減少が予

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▲0.6%(改定前▲0.6%)、4-6月期が+2.2%(同+1.9%)、7-9月期が▲2.0%(同▲1.9%)、10-12月期が+1.5%(同+1.8%)、19年1-3月期が+2.2%(同+2.2%)、4-6月期が+1.8%(同+1.3%)などとなった。符号の逆転等はみられない。多少目に付いたのは19年4-6月期の上方修正で、19年前半の季節調整値でみた成長率は1次速報時点より高まった。ただ、原数値では19年前半は僅かに下方修正されており、強い印象は受けない。

想され、実質GDP成長率もはっきりとしたマイナスに転じるだろう。

需要項目別の動向

個人消費は前期比+0.4%となった。消費は7月に梅雨明けの遅れと記録的な日照不足の影響で大幅に落ち込んでいたが、9月に駆け込み需要が集中したことで押し上げられ、7-9月期でみれば増加となった。前回増税時と比べて規模は抑制されたものの、駆け込み需要が一定の押し上げ要因になっている。中身を見ると消費増税による攪乱がよりはっきりする。もっとも高い伸びだったのが高額品の多い耐久財消費であり、家電等を中心として前期比+3.2%と、4-6月期に続いて大幅な増加となっている。また、衣料品を中心とした半耐久財消費も前期比+1.7%と伸びた。一方、非耐久財消費は前期比▲0.3%と微減にとどまる。非耐久財は軽減税率対象である食料品が多く含まれることから、駆け込み需要が生じにくかったものと思われる。その他、駆け込みの対象となりにくいサービス消費は前期比▲0.1%とこちらも微減である。駆け込みが限定的だった非耐久財とサービスは別として、耐久財、半耐久財においては駆け込み需要の反動減が生じることは避けられない。10-12月期の個人消費は落ち込む可能性が高い。

設備投資は前期比+0.9%と2四半期連続で増加した。一時期に比べると増勢は鈍化しているものの、設備投資は引き続き増加傾向にあるとあって良いだろう。人手不足に対応した合理化・省力化投資の拡大のほか、7-9月期はソフトウェア投資による押し上げも寄与したとみられる。また、中小企業の一部で駆け込み需要が生じた可能性もあるだろう。

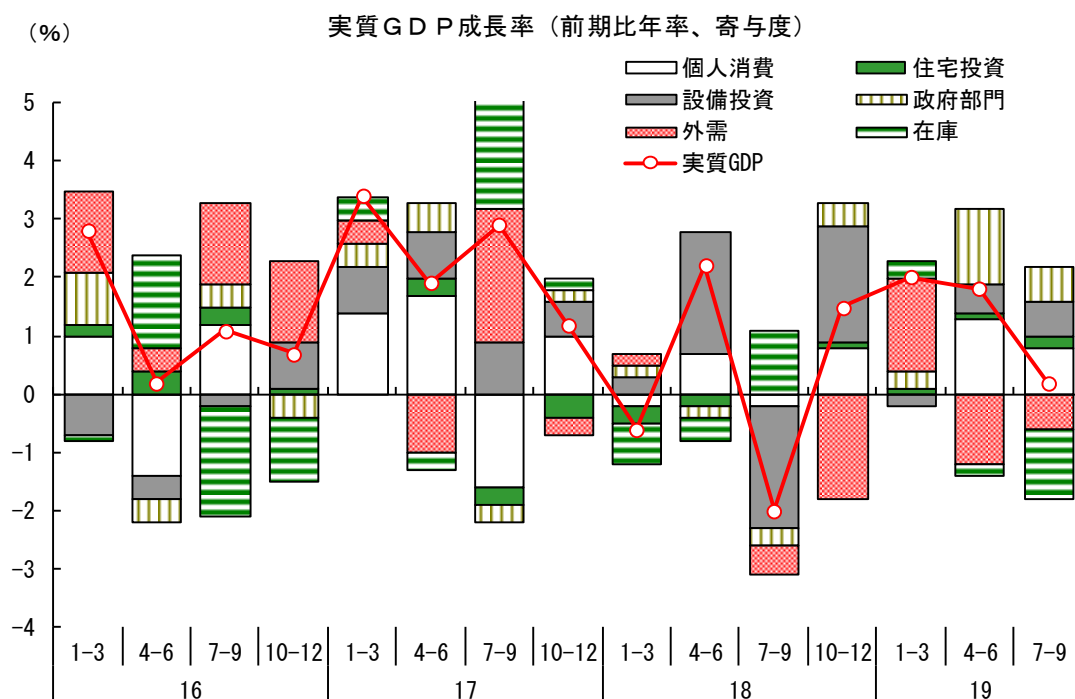
公共投資は前期比+0.8%と3四半期連続で増加した。18年度補正予算と19年度当初予算で公共投資関連予算が積み増されていることが押し上げ要因になっている。先行指標も拡大を続けていることから考えて、先行きも公共投資は景気の下支え要因となる可能性が高い。災害復旧や国土強靱化のための公共投資予算が今後追加される可能性が高いことも押し上げ要因になるだろう。

住宅投資は前期比+1.4%と5四半期連続で増加した。消費税引き上げ前の駆け込み需要の影響が残存しているものとみられる。もっとも、住宅投資に先行する着工ベースの統計をみると、既に持家を中心として駆け込み需要の反動から水準が切り下がっている。住宅投資は10-12月期以降に減少に転じる可能性が高い。

在庫投資は前期比寄与度で▲0.3%Pt（前期比年率寄与度：▲1.2%Pt）と成長率を大きく押し下げた。1次速報段階では仮置きとなる仕掛品在庫がマイナス寄与となったことに加え、製品在庫、流通在庫も下押し要因となった。駆け込み需要に伴って一部で製品在庫が取り崩された形となり、成長率を押し下げている。在庫のマイナス寄与自体は想定されていたが、その度合いは予想よりもやや大きかった印象だ。そのことが今回のGDP成長率の予想下振れに繋がった面がある。

輸出は前期比▲0.7%と減少した。前期比マイナスではあるが、これはサービス輸出の減少が主因。サービス輸出（除く直接購入）は前期比▲3.7%と大きく落ち込んだことに加え、日韓関係の悪化に伴って訪日外客数が減少したことを背景として非居住者家計の国内での直接購入が前期比▲6.5%の大幅減少となったことも響いた（輸出を前期比で0.3%Pt押し下げ）。一方、財輸出については前期比+0.3%と、僅かではあるが2四半期連続で増加しており、下げ止まり感も窺えるようになってきた。米国向けが弱いものの、アジア向けの電気機械輸出が持ち直しつつあることが寄与している。これまで輸出を押し下げてきたIT部門において世界的に在庫調整が進捗していることは好材料だ。海外景気の先行き不透明感が依然強いことから強気にまではなれないが、少なくとも下振れの可能性はかなり低下したと言って良いだろう。一方、輸入は前期比+0.2%と小幅とはいえ増加したことから、外需寄

与度は前期比▲0.2%Pt（前期比年率▲0.6%Pt）と、4-6月期に続いてGDP成長率の押し下げ要因となっている。



(出所)内閣府「国民経済計算」

図表 実質GDPの推移

	18年			19年		当社事前予想
	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	
実質GDP	0.5	▲0.5	0.4	0.5	0.4	0.3
(前期比年率)	2.2	▲2.0	1.5	2.0	1.8	1.0
内需寄与度	0.5	▲0.4	0.8	0.1	0.7	0.4
(うち民需)	0.6	▲0.3	0.7	0.0	0.4	0.3
(うち公需)	0.0	▲0.1	0.1	0.1	0.3	0.0
外需寄与度	0.0	▲0.1	▲0.4	0.4	▲0.3	▲0.2
民間最終消費支出	0.3	▲0.1	0.3	0.0	0.6	0.4
民間住宅	▲1.5	0.4	1.1	1.1	0.5	1.4
民間企業設備	3.3	▲3.2	3.2	▲0.4	0.7	0.9
民間在庫変動(寄与度)	▲0.1	0.3	0.0	0.1	▲0.1	▲0.3
政府最終消費支出	0.0	0.2	0.7	0.0	1.2	0.5
公的固定資本形成	▲1.1	▲2.5	▲1.0	1.8	2.1	0.8
財貨・サービスの輸出	0.7	▲1.8	1.1	▲2.0	0.5	▲0.7
財貨・サービスの輸入	0.8	▲1.2	3.8	▲4.1	2.1	0.2
名目GDP	0.2	▲0.4	0.4	0.9	0.4	0.3
(前期比年率)	0.8	▲1.8	1.5	3.7	1.5	1.2
GDPデフレーター(前年比)	▲0.1	▲0.4	▲0.3	0.1	0.4	0.6

(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。

