

Economic Indicators

発表日:2019年12月9日(月)

2019年7-9月期GDP速報(2次速報値)

～大幅上方修正だが、設備投資には駆け込みの影響が出ている可能性あり～

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)

○ 大幅上方修正も、手放しでは喜べない

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(2次速報)は前期比年率+1.8%(前期比+0.4%)と、1次速報の前期比年率+0.2%(前期比+0.1%)から大幅に上方修正された。上方修正自体は元々予想されてはいたが(コンセンサス:前期比年率+0.8%、筆者予想+1.2%)、その幅は予想を上回っている。需要項目別では、法人企業統計等の結果が反映されたことで設備投資が大幅に上方修正されたほか、在庫投資もマイナス寄与を縮小(前期比年率寄与度:1次速報▲1.2%Pt→2次速報▲0.7%Pt)させたことなどが押し上げに寄与した。設備投資については概ね想定通りだが、在庫投資の上方修正はやや意外で、このことが予想上振れに繋がっている。

1次速報ではほぼゼロ成長という弱い結果だったが、2次速報では一転して潜在成長率を明確に上回る形になった。もっとも、今回の上方修正の主因となった設備投資については一時的な要因によって押し上げられている可能性が高いことに注意が必要だ。設備投資では本来増税前の駆け込み需要は生じにくいはずだが、簡易課税制度を選択する事業者や免税事業者といった一部の中小・零細企業においては駆け込み需要が発生した可能性がある。そのほか、軽減税率・キャッシュレス決済対応需要や、OSのサポート終了前のPC買い替え需要といった押し上げ要因も加わり、設備投資が増税前に一時的に押し上げられた面もあるだろう¹。これらについては10-12月期以降に反動が生じる可能性が高く、設備投資も前期比で減少に転じるとみられる。足元で設備投資の増勢が強まっていると評価するのは誤りだろう。また、今回上方修正要因になった在庫投資についても、在庫調整の進捗度合いという点ではネガティブだ。そう考えると、今回の2次速報で成長率が上方修正されたことについて、手放しでは喜べない。むしろ、10-12月期の落ち込み幅が大きくなる可能性を示唆する内容ともいえるだろう。

○ 個人消費の基調は弱い

個人消費については、「駆け込み需要による押し上げがあった割には物足りない」という評価は2次速報でも変わらない。7-9月期は前期比+0.5%と、1次速報の+0.4%から小幅上方修正はされたものの、14年1-3月期の同+2.0%と比べてかなり控えめな伸びにとどまっており、駆け込み需要を除いた個人消費の基調が弱いことが強く示唆される。

なお、7-9月期の個人消費の伸びが小さいことをもって、駆け込み需要が限定的だったと評価すべきではない。7-9月期については、①梅雨明けの遅れと記録的な日照不足により7月の消費が大幅に落ち込んだこと、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、③所得が伸び悩むなか、そもそもの消費の基調が弱いこと、といった下押し要因が存在した。これらの下押し要

¹ 詳細は、12月5日発行のEconomic Trends「設備投資の下振れリスクを検証する ～設備投資にも駆け込み需要はあった?～」をご参照ください。

因によって、駆け込み需要が見えにくくなっている面が大きい。もちろん、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や14年の増税時と比べて増税幅が小さいこと等から、前回増税対比で駆け込み需要が抑制されたことは事実であるが、それでも相応の駆け込み需要が発生したことは間違いなく、月次の消費関連統計では増税直前の9月に大きな駆け込み需要が生じたことが確認できる。むしろ、7-9月期の消費の伸び悩みは、駆け込み需要を除いた消費の基調が予想以上に弱いことを示している可能性があるだろう。

○ 10-12月期は大幅な落ち込みに

実際、消費増税後の経済指標には下振れが目立つ。10月の小売業販売額が前月比▲14.4%もの急減となったことに加え、駆け込みの反動や台風による下押し等からの反発が期待されている11月の個人消費についても、乗用車販売台数や百貨店売上高を見る限り、戻りは鈍いものにとどまりそうな情勢である²。10-12月期の個人消費は大幅減が避けられない。加えて、前述のとおり設備投資の反動減が予想されることも成長率の下押し要因になるだろう。

生産面からも10-12月期の落ち込みが示唆されている。10月の鉱工業生産は前月比▲4.2%もの急低下となった上、11月の予測指数も前月比▲1.5%と弱いものにとどまっている。10-12月期の生産は、前回増税直後の14年4-6月期（前期比▲2.9%）以上の落ち込みとなる可能性が高いだろう。こうしてみると10-12月期のGDP成長率は大幅減が確実な情勢で、年率▲3～▲4%の落ち込みは十分ありうるだろう。

2020年1-3月期はプラス成長になると予想するが、10-12月期の落ち込みからの戻りとしては鈍いものにとどまるだろう。個人消費については10-12月期の大幅減からの反動でプラスを見込むが、増税に伴う家計負担増の影響が残存することに加え、そもそもの所得の伸びが弱いことから、高い伸びにはならないとみられる。1-3月期の個人消費を前年比でみるとマイナス圏の推移となり、抑制された状態が続く見込みだ。足元で輸出に下げ止まりの動きが生じていることが下支えになることから、「内需・外需総崩れで全面的な悪化」という事態は回避可能とみているが、19年度後半は景気の停滞感が強い状態になることが予想される。

○ 需要項目別の動向

実質設備投資は前期比+1.8%と、1次速報段階の前期比+0.9%から大きく上方修正された。法人企業統計の結果が反映されたことが影響している。根強い合理化・省力化投資需要に支えられて設備投資は増加傾向が持続しているとの評価でよいと思われる。もっとも、前述のとおり、7-9月期については一部で増税前の駆け込み需要が顕在化した可能性があるため、今回の増加幅についてはかなり割り引いてみる必要があるだろう。10-12月期には反動から前期比で減少に転じる可能性が高いと予想している。

在庫投資は前期比年率寄与度で▲0.7%Ptと、1次速報の同▲1.2%Ptから上方修正された。法人企業統計の結果が反映されたことで、1次速報では仮置きとなっていた原材料在庫が上方修正されたことが主因である。

² 詳細は12月2日発行のEconomic Trends「自動車と百貨店からみた増税後の個人消費 ～11月の戻りが弱い～」をご参照ください。

そのほか、個人消費は前期比+0.5%と、1次速報の+0.4%から小幅上方修正された。1次速報段階では未公表だった9月分のサービス産業動向調査などの結果が反映されたことで、サービス消費が上方修正されたことが影響している（サービス消費：1次速報▲0.1%、2次速報+0.2%）。

○18年度の成長率が下方修正

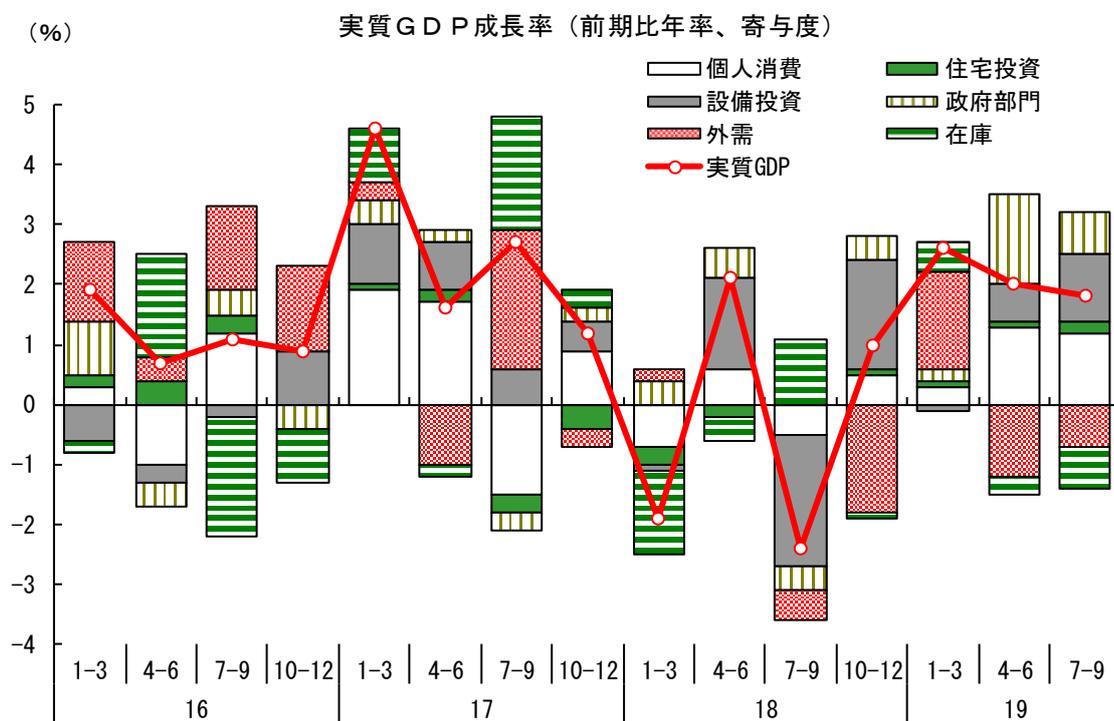
今回の7-9月期GDP 2次速報と同時に、2018年度の第一次年次推計値（および2017年度の第二次年次推計値）が公表されている。これによると、18年度の実質GDP成長率は+0.3%と、速報段階の+0.7%から下方修正されている。0.4Ptという修正幅は比較的大きな印象を受ける。速報と年次推計値の乖離をいかに縮小させていくかという長年の課題について、今後取り組みを一層強化させていく必要があるだろう。なお、まだ速報値である19年のGDP成長率については、かなりの高成長が続いており、他の経済指標と比べて妙に強い印象を受け続けてきた。速報から年次推計にかけて修正が大きな状況を踏まえると、19年の年次推計では成長率がまた下方修正される可能性も否定できないだろう。

18年度の内訳をみると、個人消費がそれまでの前年比+0.4%から+0.1%に、設備投資が前年比+3.5%から+1.7%に下方修正されたことが目立つ。個人消費は概ね横ばい圏内の動きにとどまった形になる。設備投資については増加傾向という評価は変わらないが、これまで考えていたよりも増加ペースは控えめなものだったと認識を多少改める必要があるだろう。そのほか、公共投資がこれまでの▲4.0%から+0.6%へと大幅に上方修正されていることが目に付く。大幅減と小幅増では評価が全く異なるため、この修正幅の大きさはさすがに問題があるだろう。これまでも公共投資については大幅な修正が繰り返されているため、速報値と年次推計値の乖離縮小に向けて早急に検討を進める必要があると考える。

図表 実質GDPの推移

	18年		19年			1次速報実績	当社事前予想
	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期		
実質GDP (前期比年率)	▲ 0.6 ▲ 2.4	0.3 1.0	0.6 2.6	0.5 2.0	0.4 1.8	0.1 0.2	0.3 1.2
内需寄与度	▲ 0.5	0.7	0.3	0.8	0.6	0.2	0.5
(うち民需)	▲ 0.4	0.6	0.2	0.4	0.4	0.1	0.1
(うち公需)	▲ 0.1	0.1	0.0	0.4	0.2	0.1	0.1
外需寄与度	▲ 0.1	▲ 0.4	0.4	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.2
民間最終消費支出	▲ 0.2	0.2	0.2	0.6	0.5	0.4	0.5
民間住宅	0.4	1.1	1.1	0.5	1.6	1.4	1.7
民間企業設備	▲ 3.4	3.0	▲ 0.2	0.9	1.8	0.9	1.9
民間在庫変動(寄与度)	0.3	0.0	0.1	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.3
政府最終消費支出	0.2	0.6	▲ 0.3	1.6	0.7	0.5	0.5
公的固定資本形成	▲ 2.4	▲ 0.7	2.0	1.6	0.9	0.8	1.0
財貨・サービスの輸出	▲ 1.8	1.2	▲ 2.1	0.5	▲ 0.6	▲ 0.7	▲ 0.7
財貨・サービスの輸入	▲ 1.3	3.8	▲ 4.1	2.1	0.3	0.2	0.2
名目GDP (前期比年率)	▲ 0.6 ▲ 2.4	0.0 ▲ 0.1	1.3 5.2	0.6 2.2	0.6 2.4	0.3 1.2	0.5 2.2
GDPデフレーター(前年比)	▲ 0.3	▲ 0.6	0.1	0.4	0.6	0.6	0.6

(出所)内閣府「国民経済計算」
※断りの無い場合、前期比(%)



(出所)内閣府「国民経済計算」

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。

