

Economic Indicators

発表日: 2020年2月17日(月)

2019年10-12月期四半期別GDP速報(1次速報値)

～新型コロナウイルス以前から既に景気は明確に悪化。1-3月期もマイナス成長か～

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)

見たい以上に悪い結果

本日内閣府から公表された2019年10-12月期の実質GDP成長率(1次速報)は前期比年率▲6.3%(前期比▲1.6%)¹となった。事前の市場予想(前期比年率▲3.9%、筆者予想▲4.5%)を明確に下回るネガティブサプライズである。個人消費の急減を主因として大幅マイナス成長となり、消費増税による悪影響が当初想定されていた以上に大きかったことが示された。事前予想との比較では、特に個人消費と設備投資の下振れが目立つ。これらは元々減少が見込まれていたが、落ち込み幅は予想以上のものとなった。

なお、季節調整のかけなおし等により、7-9月期の成長率が前期比年率+0.5%と、これまでの+1.8%から大きく下方修正されたことも地味に注目される²。増税前の盛り上がりがなかったにもかかわらず増税後の落ち込みは極めて大きいという形であり、単に10-12月期の落ち込みが大きいというだけで済ませてよい話ではない。ちなみに前回増税時においては、14年1-3月期は前期比年率+4.1%、4-6月期は▲7.4%と、駆け込みとその反動が明確だった。増税前の状況も考慮すれば、今回の増税では前回以上の悪化がみられたと評価すべき状況である。

10-12月期の内訳では、個人消費が前期比▲2.9%もの減少になったことに加え、これまで好調だった設備投資も前期比▲3.7%と大幅に減少、輸出も停滞が続くなど、民需の弱さが際立つ形となっている。なお、10-12月期は輸入の大幅減少(前期比年率で+1.9%Ptの押し上げ)や在庫の積み上がり(前期比年率寄与度+0.5%Pt)によって成長率が下支えされている面があり、この点を踏まえると内容は表面上の数字よりもさらに悪いとの評価も可能だ。この輸入と在庫については1-3月期に反動(輸入増と在庫削減)が出る可能性があり、この場合、10-12月期とは逆に成長率抑制要因として働くことになる。

今回の落ち込みの主因となった個人消費については、19年7-9月期に前期比+0.5%と控えめな伸びにとどまったにもかかわらず、10-12月期の減少幅が前期比▲2.9%と非常に大きい。これは駆け込み需要の反動だけで説明できるものではなく、増税による負担増が大きく下押しに効いたものと思われる。消費者の節約志向は引き続き強いため、負担の増加が消費減につながりやすい状況にあるようだ。なお、10-12月期の落ち込みについては、10月の台風の影響による押し下げを強調する向きも多い。もっとも、仮に台風の影響が大きいのであれば11月以降の反発が大きくなるはずだが、現実には11月以降の消費の戻りは鈍いものにとどまっている。台風による消費抑制度合いは過大視されているように思える。

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。19年1-3月期が前期比年率+2.6%(改定前+2.6%)、4-6月期が+1.9%(同+2.0%)、7-9月期が+0.5%(同+1.8%)などとなった。符号の逆転はみられないが、19年7-9月期の下方修正が目につく。7-9月期の伸びがこれまでの認識よりも下方修正されたなかでの10-12月期の大幅マイナス成長であり、見たい以上に弱い結果といえる。

² 原数値ではほとんど修正がないため、季節調整のかけなおしによるところが大きいとみられる。

また、今回の消費増税では、そもそもの税率引き上げ幅が2%Ptと、14年の3%Pt引き上げと比べて小さいことに加え、軽減税率やキャッシュレスポイントの導入、幼児教育無償化等、多くの対策が実施されたことから、①需要平準化策の効果で駆け込み需要や反動減は相当程度抑制される、②負担増が限定的であるため、実質購買力減少に伴う消費の減少は小さなものにとどまる、との見方が当初は多かった。だが実際には、駆け込み需要も反動減も意外に大きく、負担増による下押しも予想以上に大きかった印象だ。今回の落ち込みについては、「前回の増税時よりも個人消費の落ち込みは小さかった」と評価するよりも、「引き上げ幅が前回よりも小さい上、これだけの対策を実施したにもかかわらず想定以上の落ち込みとなった」と見る方が妥当と考える。

景気は既に後退局面

なお、足元では新型コロナウイルスの影響による景気の下押しが強く懸念されているが、今回のGDPで示されたことは、既にそれ以前から景気は悪化していたということである。景気動向指数等の動きを踏まえると、18年10月を山として景気は後退局面入りしたと考えられ、それが19年10-12月期まで続いていることが今回のGDPでも改めて確認されたということだろう。もちろん、景気の正式な山谷の判定については内閣府の景気動向指数研究会が行うため、現時点で18年11月以降の後退局面入りが確定しているわけではない。ただ、18年10月から19年12月までのC Iの累積的な低下幅が、前回景気後退局面である12年3月～11月や、前回消費増税期である14年3月～16年5月を明確に上回っていることなどを考えると、景気後退認定を回避するハードルははかなり高いだろう。ちなみに筆者は認定すべきと考えている。

1-3月期もマイナス成長の可能性

このように19年10-12月期のGDPは大幅に落ち込んだが、20年1-3月期についてもマイナス成長となる可能性が生じている。元々筆者は、①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、個人消費の戻りは鈍いものにとどまること、②輸入の反動増や在庫削減の動きが成長率を押し下げること、等から1-3月期の反発は、10-12月期の落ち込みの大きさの割に小幅なものにとどまると予想していた。

そこにさらに追い打ちをかけるのが新型コロナウイルスによる悪影響である。中国人観光客の急減に伴ってサービス輸出（非居住者家計の国内での直接購入）が落ち込むことに加え、中国経済の悪化により財輸出も下押しされる可能性が高い。工場の操業停止によって中国における生産活動は大幅に落ち込んだとみられることに加え、サプライチェーンを通じた悪影響も懸念されており、日本からの輸出にも少なくとも短期的には大きな悪影響が及ぶとみられる。加えて、移動の規制や外出の手控え等によるサービス消費の悪化によって中国の内需が落ち込むことも懸念材料だ。中国経済のプレゼンスはかつてに比べて格段に高まっていることから、世界経済への下押し圧力も大きくなるだろう。世界経済の下押しを通じた日本経済への波及のルートも軽視すべきではない。

こうした下押しを考えると、1-3月期についてもマイナス成長が続く可能性がある。10-12月期が年率で6%以上落ち込めば、普通に考えれば1-3月期には明確なリバウンドが出てしかるべきだが、足元の状況を踏まえるとマイナスも十分考えられる。当面、非常に不透明感が強い状況が続くだろう。

需要項目別の動向

設備投資は前期比▲3.7%と3四半期ぶりに減少した。19年4-6月期、7-9月期は増加していたが、

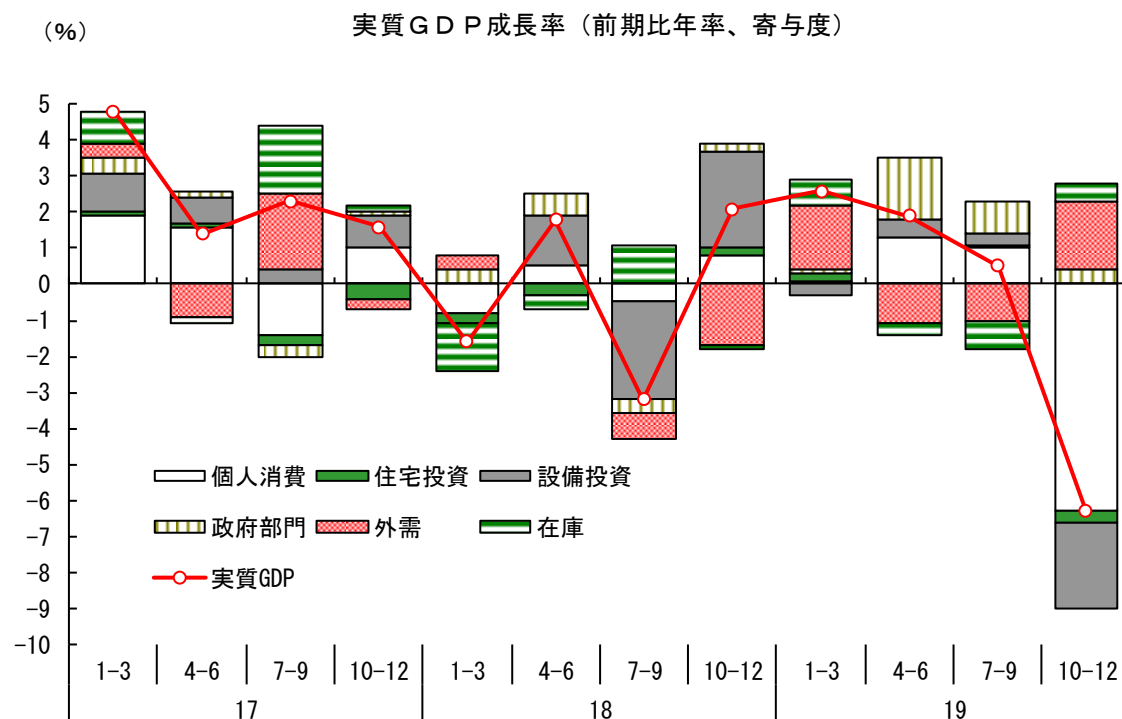
これは一時的な要因によって押し上げられていた面が大きかったとみられる。10-12月期はその反動が出たことで大幅な減少となっている。設備投資では本来増税前の駆け込み需要は生じにくいはずだが、簡易課税制度を選択する事業者や免税事業者といった一部の中小・零細企業においては駆け込み需要が発生していた可能性がある。そのほか、軽減税率・キャッシュレス決済対応需要や、OSのサポート終了前のPC買い替え需要といった押し上げ要因も加わったことで、設備投資が増税前に一時的に押し上げられた面があるとみられる。こうした押し上げ分の剥落・反動が生じたことで、10-12月期の落ち込みが大きくなったものと思われる。

この落ち込みは反動要因も大きいいため、10-12月期のような落ち込みが先行きも続くことは考えにくい。1-3月期には増加に転じるだろう。ただ、足元の企業業績が冴えないことを踏まえると、設備投資のモメンタム自体は次第に鈍化していくものと思われる。設備投資の景気下支え効果に期待はできない。

輸出は前期比▲0.1%となった。中国を中心としてアジア向け輸出は増加したものの、米国向けが弱く、全体としては横ばい圏の動きにとどまっている。財別では、IT関連財は増加した一方で、自動車の減少が足を引っ張っている。輸出に下げ止まり感が出ているが、まだ明確な持ち直しには至っていない。一方、輸入は前期比▲2.6%と大幅に減少した。増税前の輸入増加の反動に加え、内需の大幅減少が響いた。この輸入の減少によって外需寄与度は前期比+0.5%Pt（前期比年率+1.9%Pt）と、数字上はGDP成長率を大きく押し上げる形になった。もっとも、この輸入の減少は内需の弱さの反映とみることもでき、決して喜べるものではない。10-12月期の減少が大きかった分、1-3月期に反動増が生じやすい点にも注意が必要で、この場合は10-12月期とは逆に輸入が成長率下押し要因になる可能性がある。

公共投資は前期比+1.1%と4四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。一方、住宅投資は前期比▲2.7%と減少に転じた。これまで駆け込み需要の影響で増加傾向が続いていたが、持家を中心として駆け込み需要の反動が生じている。

民間在庫変動の前期比年率寄与度は+0.5%Ptとなった。1次速報段階では仮置きとなっている原材料在庫はマイナス寄与だったが、製品在庫と流通在庫のプラス寄与が大きく、全体としてはプラスに寄与した。ただし、この在庫のプラス寄与については、需要の減少によって在庫が積みあがった面もあるとみられ、先行きを見る上ではむしろネガティブな材料である。1-3月期には在庫削減の動きからマイナス寄与が大きくなる可能性もあるだろう。



(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		
	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	
実質GDP (前期比年率)	▲ 0.8 ▲ 3.2	0.5 2.1	0.6 2.6	0.5 1.9	0.1 0.5	▲ 1.6 ▲ 6.3	▲ 1.1 ▲ 4.5
内需寄与度 (うち民需) (うち公需)	▲ 0.6 ▲ 0.5 ▲ 0.1	1.0 0.9 0.1	0.2 0.2 0.0	0.8 0.4 0.4	0.4 0.2 0.2	▲ 2.1 ▲ 2.2 0.1	▲ 1.7 ▲ 1.8 0.1
外需寄与度	▲ 0.2	▲ 0.4	0.5	▲ 0.3	▲ 0.3	0.5	0.5
民間最終消費支出	▲ 0.2	0.4	0.0	0.6	0.5	▲ 2.9	▲ 2.8
民間住宅	0.2	1.7	1.5	▲ 0.2	1.2	▲ 2.7	▲ 2.0
民間企業設備	▲ 4.2	4.3	▲ 0.5	0.8	0.5	▲ 3.7	▲ 2.0
民間在庫変動(寄与度)	0.3	0.0	0.2	▲ 0.1	▲ 0.2	0.1	0.2
政府最終消費支出	0.2	0.7	▲ 0.4	1.6	0.7	0.2	0.5
公的固定資本形成	▲ 2.2	▲ 1.3	2.1	1.8	1.2	1.1	0.9
財貨・サービスの輸出	▲ 2.3	1.6	▲ 1.9	0.4	▲ 0.7	▲ 0.1	0.0
財貨・サービスの輸入	▲ 1.4	4.3	▲ 4.3	2.0	0.7	▲ 2.6	▲ 3.0
名目GDP (前期比年率)	▲ 0.6 ▲ 2.5	0.1 0.6	1.2 4.8	0.5 2.1	0.5 1.9	▲ 1.2 ▲ 4.9	▲ 0.8 ▲ 3.1
GDPデフレーター(前年比)	▲ 0.3	▲ 0.6	0.1	0.4	0.6	1.3	1.1

(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。

