

2019年5月20日 全5頁

Indicators Update

2019年1-3月期 GDP 一次速報

市場コンセンサスの上限を突き抜ける成長加速

経済調査部
エコノミスト 小林 俊介

[要約]

- 2019年1-3月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+2.1%（前期比+0.5%）となり、市場コンセンサス（前期比▲0.4%～+0.4%）の上限を上回る、成長率の加速を示した。
- ただし、輸入の減少に伴う「外需」の寄与が今回の成長の大宗を占めている（前期比寄与度+0.4%pt）。「内需」の寄与度は辛うじてプラス（同+0.1%pt）だが、民間在庫変動の寄与度が同+0.1%pt となっており、在庫要因を除けば内需の成長はゼロである。
- 内需項目でプラスの成長を記録したのは、消費増税前の駆け込みが影響したとみられる民間住宅（前期比+1.1%）、および、防災・減災対策として予算が増額された公的固定資本形成（同+1.5%）の二項目だ。民間最終消費支出は同▲0.1%、民間企業設備は同▲0.3%となっている。日本経済は踊り場局面にあるという従来の判断に変化はない。
- 先行きの日本経済は、潜在成長率を若干下回る低空飛行を続ける公算が大きい。また、米中冷戦の再燃は、新たなダウンサイドリスクとして浮上している。この文脈において今回、マイナス成長を回避したことの意味は大きいと言えるかもしれない。「2 四半期連続でマイナス成長」により景気後退の判定が早々に下される可能性は、一旦後退した。

※当社は、5月24日（金）に「第201回日本経済予測」の発表を予定している。

市場コンセンサスの上限を突き抜ける成長加速

2019年1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.1%（前期比+0.5%）となり、市場コンセンサス（前期比▲0.4%～+0.4%）の上限を上回る、成長率の加速を示した。

ただし、輸入の減少に伴う「外需」の寄与が今回の成長の大宗を占めている（前期比寄与度+0.4%pt）。「内需」の寄与度は辛うじてプラス（同+0.1%pt）だが、民間在庫変動の寄与度が同+0.1%ptとなっており、在庫要因を除けば内需の成長はゼロである。

さらに、内需項目でプラスの成長を記録したのは、消費増税前の駆け込みが影響しているとみられる民間住宅（前期比+1.1%）、および、防災・減災対策として予算が増額された公的固定資本形成（同+1.5%）の二項目のみだ。民間最終消費支出は同▲0.1%、民間企業設備は同▲0.3%となっている。日本経済は踊り場局面にあるという従来の判断に変化はない。

しかし今回、マイナス成長を回避したことの意味は大きい。米中冷戦の再開に伴い、5月以降に見込まれる輸出の低迷は、再度日本経済の成長率を下押しするだろう。その中で「2四半期連続でマイナス成長」により景気後退の判定が下される時期は、一旦後ずれしたと言えるだろう。

なお、GDPデフレーターの上昇率は前期比+0.3%となり、名目GDP成長率は同+0.8%に加速した。資源価格等を中心とした輸入物価の低下に伴う、交易条件の改善が大きく寄与している。ただし国内の価格転嫁状況を示す国内需要デフレーターは同▲0.1%にマイナス転換した。

図表1：2019年1-3月期GDP（一次速報）

		2018				2019
		1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期
実質国内総生産(GDP)	前期比%	▲ 0.1	0.5	▲ 0.6	0.4	0.5
	前期比年率%	▲ 0.3	2.2	▲ 2.5	1.6	2.1
民間最終消費支出	前期比%	▲ 0.1	0.6	▲ 0.3	0.2	▲ 0.1
民間住宅	前期比%	▲ 2.4	▲ 2.1	0.8	1.4	1.1
民間企業設備	前期比%	1.2	2.4	▲ 2.5	2.5	▲ 0.3
民間在庫変動	前期比寄与度%pt	▲ 0.2	▲ 0.0	0.1	0.1	0.1
政府最終消費支出	前期比%	0.3	0.1	0.2	0.7	▲ 0.2
公的固定資本形成	前期比%	▲ 1.3	▲ 0.7	▲ 1.9	▲ 1.4	1.5
財貨・サービスの輸出	前期比%	1.0	0.7	▲ 2.0	1.2	▲ 2.4
財貨・サービスの輸入	前期比%	0.7	1.0	▲ 1.0	3.0	▲ 4.6
内需寄与度	前期比寄与度%pt	▲ 0.1	0.6	▲ 0.4	0.7	0.1
外需寄与度	前期比寄与度%pt	0.1	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.3	0.4
名目GDP	前期比%	▲ 0.2	0.3	▲ 0.6	0.5	0.8
	前期比年率%	▲ 0.8	1.2	▲ 2.5	1.9	3.3
GDPデフレーター	前期比%	▲ 0.1	▲ 0.2	0.0	0.1	0.3
	前年比%	0.5	▲ 0.1	▲ 0.4	▲ 0.3	0.2

（注）寄与度は四捨五入の関係上、実質GDP成長率と必ずしも一致しない。

（出所）内閣府統計より大和総研作成

内容は今一つ。実態としては足踏みが続く

需要項目別に確認すると、民間最終消費支出は前期比▲0.1%と、2 四半期ぶりに減少した。減少の背景には、2018 年 10-12 月期に、自然災害が多発した 7-9 月期の落ち込みから大きく回復したことの反動も含まれる。実質雇用者報酬は同+0.1%であり、収入・消費ともに横ばいだったと総括できよう。財別に消費動向を確認すると、耐久財が同▲2.2%、半耐久財が同▲3.7%、非耐久財が同+1.2%、サービスが同▲0.1%となった。前期に消費を押し上げた自動車販売が新型車効果の剥落により落ち込んだことも重石となったとみられる。

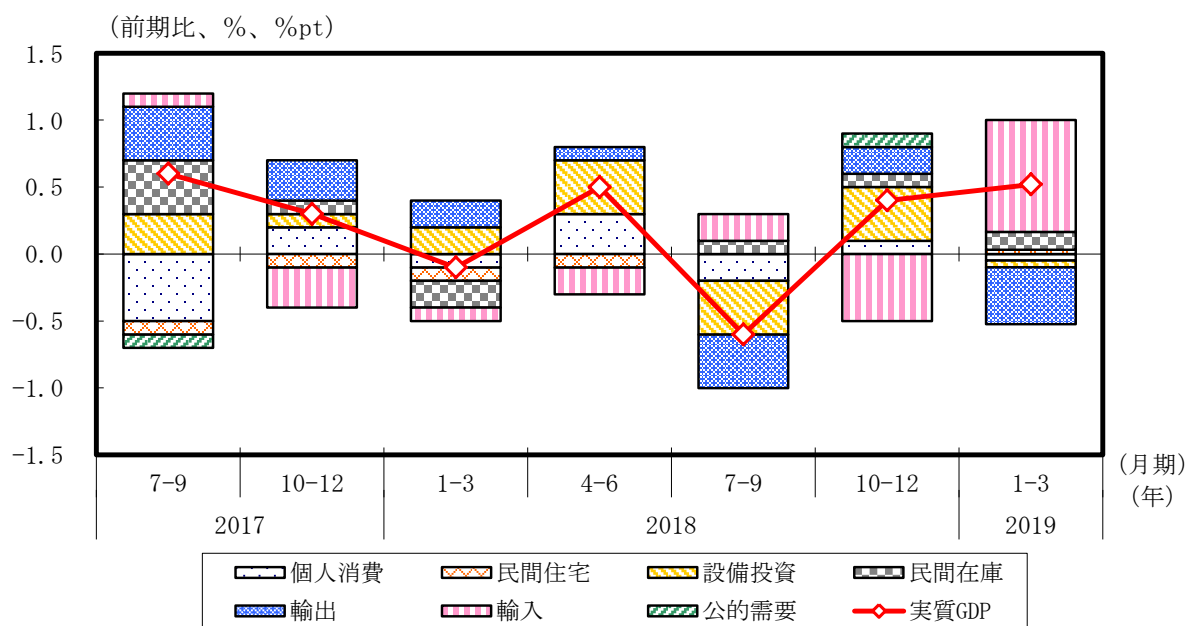
民間住宅は前期比+1.1%と 3 四半期連続で増加した。相続税対策を見込んだ貸家需要等が一般して以降、住宅投資は減少が続いていたものの、2018 年 7-9 月期以降は一旦持ち直している。2019 年 10 月の消費増税に向けた駆け込み需要が徐々に顕在化している可能性が考えられる。

民間企業設備は前期比▲0.3%と、2 四半期ぶりに減少に転じた。これまで、好調な企業収益と低金利環境に支えられる形で堅調な推移が続いてきたものの、前期に大幅に増加(同+2.5%)したこともあり、1-3 月期は減少したとみられる。

民間在庫変動は前期比寄与度+0.1%pt となり、3 四半期連続でプラスに寄与した。GDP 一次速報段階で仮置きされる原材料在庫は同▲0.0%pt、仕掛品在庫は同▲0.1%pt となっている。製品在庫は同+0.1%pt、流通品在庫は同+0.1%pt となった。

公的固定資本形成は前期比+1.5%と 5 四半期ぶりに増加した。公共投資は 2017 年 7-9 月期以降、弱い動きが続いていたものの、前述の防災・減災対策が顕在化したことで持ち直したとみられる。政府最終消費支出は、前期に医療費の大幅な拡大を主因として大きく上昇した反動もあり、同▲0.2%と僅かに減少した。

図表 2： 実質 GDP と需要項目別寄与度の推移（季節調整済前期比）



(出所) 内閣府統計より大和総研作成

輸出は前期比▲2.4%と2四半期ぶりに減少した。サービス輸出は堅調に推移したものの、財の輸出が大きく落ち込んだことが下押し要因となったとみられる。1-3月期における財の実質輸出（日本銀行試算）は、米国向け、EU向けは増加しているものの、中国向け、NIEs・ASEAN向け等では減少している。一方、サービス輸出に関しては、輸送サービスや旅行サービスは落ち込んだものの、その他サービスが持ち直したことで全体では前期から増加したと考えられる。旅行サービス輸出に関しては、中国で1月に電子商務法が施行され、代理購入を行う事業者や個人への規制が強化されたことが押し下げ要因となった可能性がある。

他方、輸入は前期比▲4.6%と大幅に減少した。結果として、外需寄与度は前期比+0.4%ptと、4四半期ぶりにプラスに転換した。

米中冷戦再燃に伴う、再度の失速リスクが点灯

先行きの日本経済は、潜在成長率を若干下回る低空飛行を続ける公算が大きい。また、5月に入ってから再燃している米中冷戦は、新たなダウンサイドリスクとして浮上している。

まず、輸出の本格的な回復・拡大には時間がかかるだろう。自然体でみて、米国の減税効果は剥落に向かう。また、政府の対策により景気底入れの兆しが見られていた中国についても、世界経済のけん引役となるほどの力強さはない。そこに加えて関税引き上げの効果が加わる。いわゆる「第三弾（2,000億ドル相当の輸入品目への追加関税率を10%から25%へ引き上げ）」の影響が5月以降に出始める。そして「第四弾（残り約3,000億ドル相当の輸入品目に対する最大25%の追加関税賦課）」は早ければ6月下旬以降に発動される見込みとなっており、7月以降の貿易に対して追加的な打撃を与えることが懸念される¹。そして輸出の低迷が、後述する設備投資や雇用者報酬、ひいては消費の回復を阻害する可能性にも注意しておく必要があるだろう。

そうした中、個人消費は一進一退が続くとみている。人手不足を背景に名目賃金は緩やかに上昇している。また、実質賃金も2018年11月以降原油価格が大きく下落したことで一時的に上昇していた。しかし、今年に入り原油価格が再び上昇したことから、先行きは名目賃金上昇の効果が物価高により相殺されるだろう。また、上述した世界的な動向も一つの背景として、今後一層賃金カーブのフラット化や残業抑制が進展し名目賃金の上昇ペースが鈍る可能性にも注意が必要だ。

なお、10月に予定されている消費増税に関しては、各種経済対策の実施により駆け込み需要・反動減はいくらか緩和される見込みである。ただし、施策の一つであるポイント還元策が、制度終了（2020年6月末）前後に駆け込み需要・反動減を生じさせる点には留意しておく必要がある。また、増税対策は公共投資の比重が大きく、家計に限れば消費増税に伴う負の所得効果を全て相殺できるような内容ではないことも留意しておくべきだ。

¹ 詳細は下記レポート参照。小林俊介・廣野洋太「<最新版> 米中冷戦再開の政治経済分析 — 通商協議決裂の政治力学解析と世界経済・日本経済への影響試算」（大和総研レポート、2019年5月16日）

住宅投資は、消費増税を見据えた駆け込み需要による押し上げ効果が当面続いたのち、減少に転じるとみている。消費増税に伴う住宅エコポイントの再導入や住宅ローン減税・すまい給付金の拡充が住宅投資を下支えする一方で、住宅価格の高止まりや建設産業における人手不足の深刻化が住宅投資の下押し要因となるだろう。

設備投資は高水準での足踏みを予想している。潤沢な企業のフリーキャッシュフローは設備投資の下支え要因となるだろう。また、人手不足に対応した合理化・省人化投資や、研究開発投資は拡大基調が続くとみている。ただし、機械受注残高等で確認されるように設備投資関連製品のサプライヤーが供給制約の天井に直面しつつあり、設備投資の増加ペースは緩やかなものにとどまる可能性がある。また、前述した通商摩擦問題が、企業の設備投資を慎重化させる可能性にも細心の注意が必要となるだろう。

公共投資については、当面の間、緩やかな増加を見込んでいる。2018年度補正予算の執行が押し上げ要因となろう。加えて、2019年度当初予算には消費増税対策の一つとして1.35兆円が盛り込まれており、公共投資は高水準での推移が見込まれる。ただし、人手不足に伴う供給制約には留意しておく必要がある。