

2019年6月10日 全5頁

Indicators Update

2019年1-3月期 GDP 二次速報

設備投資のプラス転換で上方修正。中身は引き続き今一つ

経済調査部
シニアエコノミスト 小林 俊介

[要約]

- 2019年1-3月期の実質GDP成長率（二次速報）は前期比年率+2.2%（前期比+0.6%）と、一次速報（前期比年率+2.1%、前期比+0.5%）から小幅に上方修正された。
- 上方修正の主因は、法人企業統計の結果を受けた民間企業設備の上方修正（前期比▲0.3%→同+0.3%）である。他方、一次速報で反映されていなかった直近の基礎統計の反映などを受け、民間住宅（同+1.1%→同+0.6%）と公的固定資本形成（同+1.5%→同+1.2%）は小幅に下方修正された。
- 全体の成長率こそ高いものの、一次速報と同様に、中身は必ずしも芳しくない。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る。「内需」の寄与度も辛うじてプラスだが、在庫要因を除けばゼロだ。そして内需を牽引する項目を確認すると、民間住宅（消費増税前の駆け込み）や公的固定資本形成（防災・減災対策）など、一時的な特殊要因を背景にしているとみられるものが並ぶ。
- 輸出の停滞と消費の一進一退が続く限り、在庫調整の圧力も加わって、日本経済は実態として当面、潜在成長率を下回るほぼゼロ成長の低空飛行を続ける公算が大きい。

※当社は、6月10日（月）に「第201回日本経済予測（改訂版）」の発表を予定している。

設備投資のプラス転換で上方修正。中身は引き続き今一つ

2019年1-3月期の実質GDP成長率（二次速報）は前期比年率+2.2%（前期比+0.6%）と、一次速報（前期比年率+2.1%、前期比+0.5%）から小幅に上方修正された。

上方修正の主因は、法人企業統計の結果を受けた民間企業設備の上方修正（前期比▲0.3%→同+0.3%）である。他方、一次速報で反映されていなかった直近の基礎統計の反映などを受け、民間住宅（同+1.1%→同+0.6%）と公的固定資本形成（同+1.5%→同+1.2%）は小幅に下方修正された。

全体の成長率こそ高いものの、一次速報と同様に、中身は必ずしも芳しくない。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る。「内需」の寄与度も辛うじてプラスだが、在庫要因を除けばゼロだ。そして内需を牽引する項目を確認すると、民間住宅（消費増税前の駆け込み）や公的固定資本形成（防災・減災対策）など、一時的な特殊要因を背景にしているとみられるものが並ぶ。

輸出の停滞と消費の一進一退が続く限り、在庫調整の圧力も加わり、日本経済は実態として当面、潜在成長率を下回るほぼゼロ成長の低空飛行を続ける公算が大きい。

まず、今回の上方修正の主因となった民間企業設備に関して、形態別総固定資本形成の推移を確認すると、「（住宅を除く）建物・構築物（前期比+3.2%）」の著しい増加が目立つ。その他の項目の中では、「知的財産生産物（同+0.5%）」と小幅に増加したが、「輸送用機械（同▲1.7%）」と「その他の機械設備等（同▲2.7%）」は、前期に大幅に増加した反動もあり、減少に転じている。

2019年1-3月期 GDP（二次速報）

		2018				2019	
		1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	
						一次速報	二次速報
実質国内総生産(GDP)	前期比%	▲0.1	0.6	▲0.6	0.5	0.5	0.6
	前期比年率%	▲0.4	2.3	▲2.6	1.8	2.1	2.2
民間最終消費支出	前期比%	▲0.1	0.6	▲0.3	0.3	▲0.1	▲0.1
民間住宅	前期比%	▲2.3	▲2.0	0.8	1.4	1.1	0.6
民間企業設備	前期比%	1.0	2.6	▲2.6	2.7	▲0.3	0.3
民間在庫変動	前期比寄与度%pt	▲0.2	▲0.0	0.2	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	▲0.1
公的固定資本形成	前期比%	▲1.1	▲0.7	▲2.0	▲1.5	1.5	1.2
財貨・サービスの輸出	前期比%	1.0	0.7	▲2.0	1.2	▲2.4	▲2.4
財貨・サービスの輸入	前期比%	0.7	1.0	▲1.0	3.0	▲4.6	▲4.6
内需寄与度	前期比寄与度%pt	▲0.2	0.6	▲0.5	0.8	0.1	0.1
外需寄与度	前期比寄与度%pt	0.0	▲0.1	▲0.2	▲0.3	0.4	0.4
名目GDP	前期比%	▲0.2	0.3	▲0.6	0.5	0.8	0.8
	前期比年率%	▲0.8	1.4	▲2.6	2.0	3.3	3.4
GDPデフレーター	前期比%	▲0.1	▲0.2	0.0	0.0	0.3	0.3
	前年比%	0.5	▲0.1	▲0.4	▲0.3	0.2	0.1

(注1) 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。

(注2) 前期比、前期比年率は季節調整値、前年比は原系列。

(出所) 内閣府統計より大和総研作成

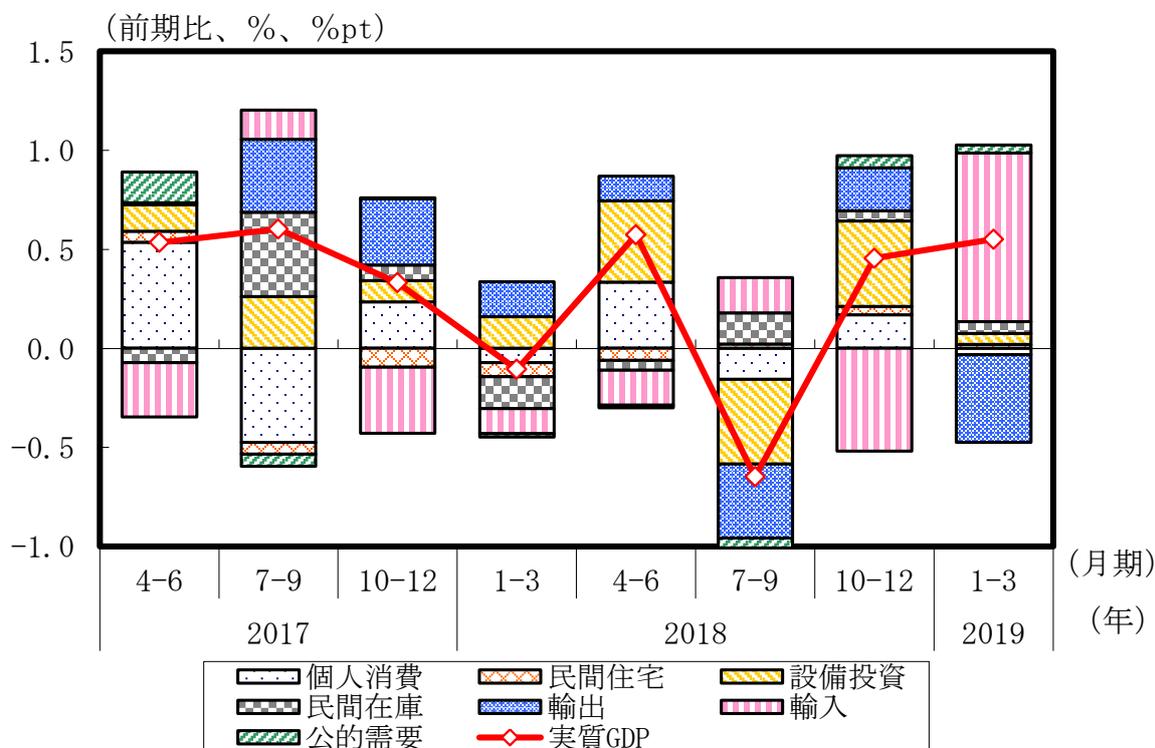
「輸入の大幅減少」で成長率が大幅加速

改めて今回の2019年1-3月期GDP二次速報を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2018年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。しかし実質雇用者報酬も同+0.1%となっており、収入・消費ともに横ばいだったとの総括であろう。財別に消費動向を確認すると、耐久財が同▲2.0%、半耐久財が同▲3.9%、非耐久財が同+1.1%、サービスが同▲0.0%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+0.6%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服して以降、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、前述したように二次速報を以てプラスに転換したが、ほぼ横ばいとなった。前期に大幅に増加（同+2.7%）した反動という側面もあるものの、設備投資は2018年央から一進一退を繰り返し、その水準に明確な拡大傾向を確認することができない。輸出の停滞や事業環境の不透明性増大などを受け、企業の投資姿勢がやや慎重化している可能性がある。

実質GDPと需要項目別寄与度の推移（季節調整済前期比）



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。細分項目を確認すると、GDP一次速報段階で仮置きされていた原材料在庫（前期比寄与度▲0.0%pt）、仕掛品在庫（同▲0.1%pt）ともに大きく修正されていない。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+1.2%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▲0.1%と僅かに減少した。

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、輸入は内外需の停滞を背景に前期比▲4.6%と大幅に減少した。結果として、外需の寄与度は前期比+0.4%ptと、4四半期ぶりにプラスに転換した。

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▲0.2%にマイナス転換した。

内外需の停滞と在庫調整を背景に、低空飛行が続く

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。輸出の停滞と消費の一進一退が続く限り、在庫調整の圧力も加わって、日本経済は実態として当面、潜在成長率を下回るほぼゼロ成長の低空飛行を続ける公算が大きい。

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。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。企業業績が頭打ちとなる中、名目賃金の上昇速度および雇用の増加速度はともに鈍化している。また、上述した世界的な動向も一つの背景として、今後いっそう、賃金カーブのフラット化や残業抑制が進展す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・反動減を生じさせ得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。

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。

設備投資は足踏みを予想している。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、当面の公共投資は高水準での推移が見込まれる。