

2019年8月9日 全5頁

Indicators Update

2019年4-6月期 GDP 一次速報

3 四半期連続プラス成長。内需好調で市場予想の上限値を上回る年率+1.8%

経済調査部
シニアエコノミスト 小林 俊介

[要約]

- 2019年4-6月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+1.8%（前期比+0.4%）となった。1-3月期に続き市場予想の上限値を上回る着地であり、プラス成長は3四半期連続となる。成長率への前期比寄与度を分解すると、国内需要が+0.7%pt、純輸出は▲0.3%ptとなり、内需の好調さが際立つ内容となった。
- ただし、今回発表された統計値には①10連休効果、②自動車等の駆け込み出荷、年度替わりを受けた③研究開発投資の段差、④政府消費支出の段差などの特殊要因が含まれている可能性には一定の留意が必要だ。これらの特殊要因を除くと、内需は「絶好調」とまでは言えないが、「外需は冴えないが内需は堅調」という全体評価に変わりはない。
- 先行きの日本経済は、一定の駆け込み需要が発生し得る7-9月期まで一旦成長が続いたのち、10月の消費増税以降は再び、潜在成長率を若干下回る低空飛行を当面続ける公算が大きい。世界経済の減速と通商摩擦の深刻化を背景として輸出が足踏みを続ける中、稼働率の頭打ちが設備投資を、雇用者報酬の伸び率鈍化が消費の回復を阻害する可能性にも細心の注意を払っておく必要がある。

※当社は、8月16日（金）に「第202回日本経済予測」の発表を予定している。

3 四半期連続プラス成長。内需好調で市場予想の上限値を上回る年率+1.8%

2019年4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.8%（前期比+0.4%）となった。1-3月期に続き市場予想の上限値を上回る着地であり、プラス成長は3四半期連続となる。

成長率への前期比寄与度を分解すると、国内需要が+0.7%pt、純輸出は▲0.3%ptとなり、内需の好調さが際立つ内容となった。

内需成長を押し上げた4つの特殊要因

今回発表された統計値には、複数の特殊要因が含まれている可能性には一定の留意が必要である。特殊要因の一点目は、ゴールデンウィークの10連休により消費が押し上げられた効果だ。

二点目は、自動車の「出荷」が大きく上振れしたことだ（鉱工業出荷は、民間最終消費の基礎統計として大きなウェイトを占める）。「出荷」の動きは「販売」に比べて強い。10月の消費増税前に一定の駆け込み需要が発生する可能性¹に鑑み、自動車メーカーが消費の実態よりも多く出荷を行っている可能性が指摘される。

図表1：2019年4-6月期GDP（一次速報）

		2018			2019	
		4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期
実質国内総生産(GDP)	前期比%	0.4	▲ 0.5	0.4	0.7	0.4
	前期比年率%	1.6	▲ 1.9	1.6	2.8	1.8
民間最終消費支出	前期比%	0.4	▲ 0.1	0.4	0.1	0.6
民間住宅	前期比%	▲ 1.9	0.8	1.3	0.6	0.2
民間企業設備	前期比%	2.5	▲ 2.6	2.7	0.4	1.5
民間在庫変動	前期比寄与度%pt	▲ 0.1	0.2	0.1	0.1	▲ 0.1
政府最終消費支出	前期比%	0.1	0.2	0.7	▲ 0.1	0.9
公的固定資本形成	前期比%	▲ 1.2	▲ 1.8	▲ 1.3	1.4	1.0
財貨・サービスの輸出	前期比%	0.8	▲ 2.1	1.2	▲ 2.0	▲ 0.1
財貨・サービスの輸入	前期比%	0.8	▲ 1.2	3.6	▲ 4.3	1.6
内需寄与度	前期比寄与度%pt	0.4	▲ 0.3	0.8	0.3	0.7
外需寄与度	前期比寄与度%pt	0.0	▲ 0.2	▲ 0.4	0.4	▲ 0.3
名目GDP	前期比%	0.2	▲ 0.4	0.4	1.0	0.4
	前期比年率%	0.6	▲ 1.7	1.7	4.2	1.7
GDPデフレーター	前期比%	▲ 0.3	0.0	0.0	0.3	▲ 0.0
	前年比%	▲ 0.1	▲ 0.4	▲ 0.3	0.1	0.4

(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

¹ 自動車に関しては、対策も踏まえて合理的な判断を行えば増税前に駆け込み購入を行う誘因は大きくない。ただし、対策の制度面での複雑性や周知の普及度次第では、合理的でない駆け込み購入が発生する可能性も考えられる。詳細は下記レポート参照。小林俊介・鈴木雄大郎「[日本経済見通し：2019年7月 I. 『米中交渉再開』の含意とG20の深層 / II. 罰則付き残業規制が施行開始、どこまで対応は進んだのか / III. 消費増税前の『駆け込み需要』の現状確認](#)」（大和総研レポート、2019年7月23日）

三点目は、GDP 上の民間企業設備に 4-6 月期から反映される、2019 年度の研究・開発の産出額（基礎統計は日本政策投資銀行による²⁾）が前年度から上振れしたことだ。これを受け、4-6 月期の民間企業設備において、1-3 月期対比で上側への段差が発生している。

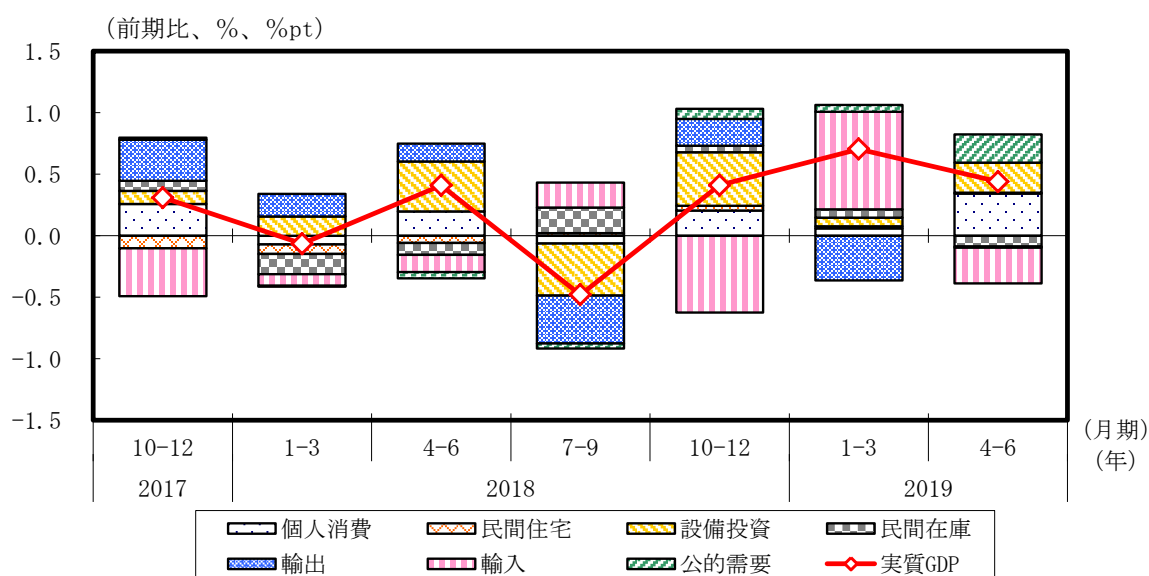
四点目は、民間企業設備と同様の理由で、政府最終消費支出が上振れしたことだ。拡張的な内容となった 2019 年度予算が反映されたことで、4-6 月期の政府最終消費支出が 1-3 月期対比で上振れした可能性が指摘される。もっとも、これら全てを勘案したとしても、「外需は冴えないが内需は堅調」という評価に変わりはない。

特殊要因を除くと、内需は「絶好調」ではないものの、やはり相対的に底堅い

需要項目別に確認すると、民間最終消費は前期比+0.6%と、3 四半期連続で増加した。この背景には上述したような特殊要因が含まれている。特殊要因を除いた成長率は、若干のプラスとなった程度とみられる。財別に消費動向を確認すると、やはり耐久財が同+4.3%と劇的な伸びを示している。出荷段階では駆け込み対応が発生している可能性が高い。他方、耐久財以外の項目の動きは小さい。半耐久財は同▲0.5%、非耐久財が同+0.3%、サービスが同+0.4%となった。10 連休の効果は必ずしも大きくなかったようだ。

民間住宅は前期比+0.2%と 4 四半期連続で増加したものの、増加ペースは減速した。過去の推移を振り返ると、住宅投資は相続税対策を見込んだ貸家需要が一服して以降、減少が続いていた。それが 2018 年 7-9 月期以降、2019 年 10 月の消費増税に向けた駆け込み需要を背景として、一時的に持ち直していた。そしてこの駆け込み需要の住宅投資も、再び一服したものとみられる。

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

²⁾ 詳細は下記のレポートを参照。鈴木雄大郎・小林若葉「[19 年度設備投資は前年度比横ばい圏で着地か \(DBJ 設備投資計画調査\) 堅調な計画も、米中通商交渉の行方がリスク](#)」（大和総研レポート、2019 年 8 月 5 日）

民間企業設備は前期比+1.5%と3四半期連続で増加した。この数値にも上述した特殊要因による押し上げ効果が含まれているが、特殊要因を除いても一定のプラス成長であった可能性が高い。高水準の企業業績、人手不足、低金利などを背景とした設備投資の拡大が続いている。ただし、輸出の停滞を端緒とした業況改善速度の鈍化、稼働率の頭打ちなどを受け、そのモメンタムは2017-18年に比べれば若干低下している。

民間在庫変動の前期比寄与度は▲0.1%ptとなり、4四半期ぶりにマイナスに転じた。製品在庫は同▲0.0%pt、流通品在庫は同▲0.1%ptとなった。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+0.0%ptとなっている。

公的固定資本形成は前期比+1.0%と2四半期連続で増加した。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、2019年度政府予算に盛り込まれた防災・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、前述の要因、および医療費の拡大を主因として同+0.9%と大幅に増加した。

輸出は前期比▲0.1%と2四半期連続で減少した。世界経済の減速や通商摩擦を背景として、冴えない動きが続いている。1-3月期に大きく落ち込んだ財輸出の戻りは鈍かった。4-6月期における財の実質輸出（日本銀行試算）を確認すると、米国向け、中国向けが増加した一方、EU向け、NIEs・ASEAN向け等では減少した。サービス輸出に関しては、輸送サービスは落ち込んだものの、その他は堅調に推移した。他方、好調な内需を背景として輸入は同+1.6%となり、外需寄与度は前期比▲0.3%と、2四半期ぶりにマイナスに転じた。

なお、GDPデフレーターの上昇率は前期比▲0.0%となり、名目GDP成長率は同+0.4%（年率1.7%）となっている。

今後の見通し：世界経済減速と通商摩擦で輸出は足踏み、内需も消費増税後は一旦低迷へ

先行きの日本経済は、一定の駆け込み需要が発生し得る7-9月期まで一旦成長が続いたのち、10月の消費増税以降は再び、潜在成長率を若干下回る低空飛行を当面続ける公算が大きい。また、8月に入って再度激化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「第四弾」（3,000億ドル相当の輸入品目に対する10%の追加関税）の影響が9月以降に出始める³。そして輸出の低迷が、設備投資や雇用者報酬、そして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。雇用環境は改善を続けているものの、

³ 詳細は下記レポート参照。小林俊介・鈴木雄太郎『[『米中冷戦』アップデート-再度決裂、3,000億ドルに10%の追加関税へ 一問一答：なぜ今か？なぜ10%か？その影響は？今後の展開は？中国の対応は？](#)』（大和総研レポート、2019年8月5日）

外需および企業業績の鈍化を背景として、雇用者数の増加速度は鈍化し、一人当たり労働時間は減少に転じている。そして今後の雇用・収入にかける期待の低下が消費マインドに冷や水を浴びせ、消費性向を抑制する公算が大きくなっている。さらに、10月以降は消費増税の影響が追い打ちをかける。

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。

住宅投資は、緩やかな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、駆け込み需要の剥落、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。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、外需の不調と在庫蓄積を背景とした稼働率の低下や、通商摩擦を巡る不透明性の増大が、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、緩やかな増加を見込んでいる。内容について前述した「防災・減災、国土強靱化のための3か年緊急対策」に下支えされ、当面は高水準で推移しよう。ただし、建設業の人手不足に伴う供給制約から、増加ペースは緩やかなものになると考えられる。