

2019年9月9日 全6頁

Indicators Update

2019年4-6月期 GDP 二次速報

設備投資の下方修正を反映して前期比年率+1.3%（前期比+0.3%）

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（二次速報）は前期比年率+1.3%（前期比+0.3%）と、一次速報（前期比年率+1.8%、前期比+0.4%）から下方修正された。下方修正の主因は、法人企業統計の結果を受けた民間企業設備の下方修正（前期比+1.5%→同+0.2%）である。同結果はほぼ市場コンセンサス通りであり、サプライズはない。
- 今回発表された統計値には一次速報と同様、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等の特殊要因が含まれている。特殊要因を除いたベースの民間需要の成長率はほぼゼロ～若干のプラス程度であったとみられ、明確に成長に寄与したのは公的固定資本形成に代表される公的需要であった。
- 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に復する公算が大きい。世界経済の減速と通商摩擦の深刻化を背景に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、9月9日（月）に「第202回日本経済予測（改訂版）」の発表を予定している。

設備投資の下方修正を反映して前期比年率+1.3%（前期比+0.3%）

2019年4-6月期の実質GDP成長率（二次速報）は前期比年率+1.3%（前期比+0.3%）と、一次速報（前期比年率+1.8%、前期比+0.4%）から下方修正された。同結果はほぼ市場コンセンサス通りであり、サプライズはない。なお、GDPデフレーターの上昇率は前期比▲0.1%となり、名目GDP成長率は同+0.3%（前期比年率+1.1%）となっている。

下方修正の主因は、法人企業統計の結果を受けた民間企業設備の下方修正（前期比+1.5%→同+0.2%）だ。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、政府最終消費支出（同+0.9%→同+1.2%）、公的固定資本形成（同+1.0%→同+1.8%）、民間在庫変動（前期比寄与度▲0.1%pt→同▲0.0%pt）は上方修正された。

下方修正を経てもなおGDP成長率は潜在成長率を上回っている。しかし今回発表された統計値には一次速報と同様、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等の特殊要因が含まれている¹。これらの中で最も注意が必要なのは②だ。駆け込み出荷が成長を押し上げる効果は消費増税以降に剥落し、反動減に転じていく公算が大きい。

図表1：2019年4-6月期GDP（二次速報）

		2018			2019		
		4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	
						一次速報	二次速報
実質国内総生産(GDP)	前期比%	0.5	▲0.5	0.4	0.5	0.4	0.3
	前期比年率%	1.9	▲1.9	1.8	2.2	1.8	1.3
民間最終消費支出	前期比%	0.3	▲0.1	0.4	▲0.0	0.6	0.6
民間住宅	前期比%	▲1.8	0.8	1.3	0.8	0.2	0.1
民間企業設備	前期比%	3.0	▲2.8	3.0	▲0.2	1.5	0.2
民間在庫変動	前期比寄与度%pt	▲0.1	0.2	0.0	0.1	▲0.1	▲0.0
政府最終消費支出	前期比%	0.1	0.3	0.7	▲0.1	0.9	1.2
公的固定資本形成	前期比%	▲1.4	▲1.8	▲1.2	1.5	1.0	1.8
財貨・サービスの輸出	前期比%	0.8	▲2.1	1.2	▲2.0	▲0.1	▲0.0
財貨・サービスの輸入	前期比%	0.8	▲1.2	3.6	▲4.3	1.6	1.7
内需寄与度	前期比寄与度%pt	0.5	▲0.3	0.8	0.1	0.7	0.6
外需寄与度	前期比寄与度%pt	0.0	▲0.2	▲0.4	0.4	▲0.3	▲0.3
名目GDP	前期比%	0.2	▲0.5	0.4	1.0	0.4	0.3
	前期比年率%	0.7	▲1.9	1.7	3.9	1.7	1.1
GDPデフレーター	前期比%	▲0.3	0.0	▲0.0	0.4	▲0.0	▲0.1
	前年比%	▲0.1	▲0.4	▲0.3	0.1	0.4	0.4

(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

¹ 詳細は下記レポート参照。小林俊介「[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%](#)」（大和総研レポート、2019年8月9日）

小林俊介・鈴木雄大郎「[日本経済見通し：2019年8月 I. 駆け込み出荷でGDPは絶好調という統計トリック、II. 消費増税と教育無償化で損する世代と得する世代、III. 経済見通しを改訂：19年度+0.9%、20年度+0.4%、IV. 米中交渉、再度決裂。残り3,000億ドルに10%の追加関税へ](#)」（大和総研レポート、2019年8月16日）

特殊要因を除くと、民間需要の成長はほぼゼロ。公的需要が牽引する構図

改めて今回の2019年4-6月期GDP二次速報を需要項目別に確認すると、民間最終消費や民間企業設備といった民間需要が、前述した特殊要因により軒並み押し上げられている。特殊要因を除いたベースの民間需要の成長率はほぼゼロ～若干のプラス程度であったとみられ、明確に成長に寄与したのは公的固定資本形成に代表される公的需要であった。

まず、民間最終消費は前期比+0.6%と、2四半期ぶりに増加した。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①②を除いた成長率は、ほぼゼロだったとみられる。財別に消費動向を確認すると、やはり特殊要因②を受けて耐久財が同+4.2%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▲0.2%、非耐久財が同+0.1%、サービスが同+0.4%となった。

民間住宅は前期比+0.1%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を背景とした住宅投資も再びピークアウトしたものとみられる。

民間企業設備は前期比+0.2%と2四半期ぶりに増加した。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おり、特殊要因②③を除くとほぼゼロ成長であった可能性が高い。形態別総固定資本形成の推移を確認すると、特殊要因を強く反映したとみられる「輸送用機械(同+1.9%)」、「知的財産生産物(同+0.9%)」が堅調だった。しかし「(住宅を除く)建物・構築物」は同+0.0%、「その他の機械設備等」は同+0.2%の成長率にとどまっており、先述の民間最終消費と同様、特殊要因を除いた成長率は、若干のプラス程度にとどまったとみられる。

民間在庫変動は前期比寄与度▲0.0%ptとなり、4四半期ぶりにマイナス寄与に転じた。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(同▲0.1%pt)は下方修正されたものの、仕掛品在庫(同+0.1%pt)は上方修正された。製品在庫は同▲0.0%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+1.8%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、前述の特殊要因④、および医療費の拡大を主因として同+1.2%と大幅に増加した。

輸出は前期比▲0.0%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。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、相対的に堅調であった内需を背景として輸入は同+1.7%となり、外需寄与度は前期比▲0.3%ptと、2四半期ぶりにマイナスに転じた。

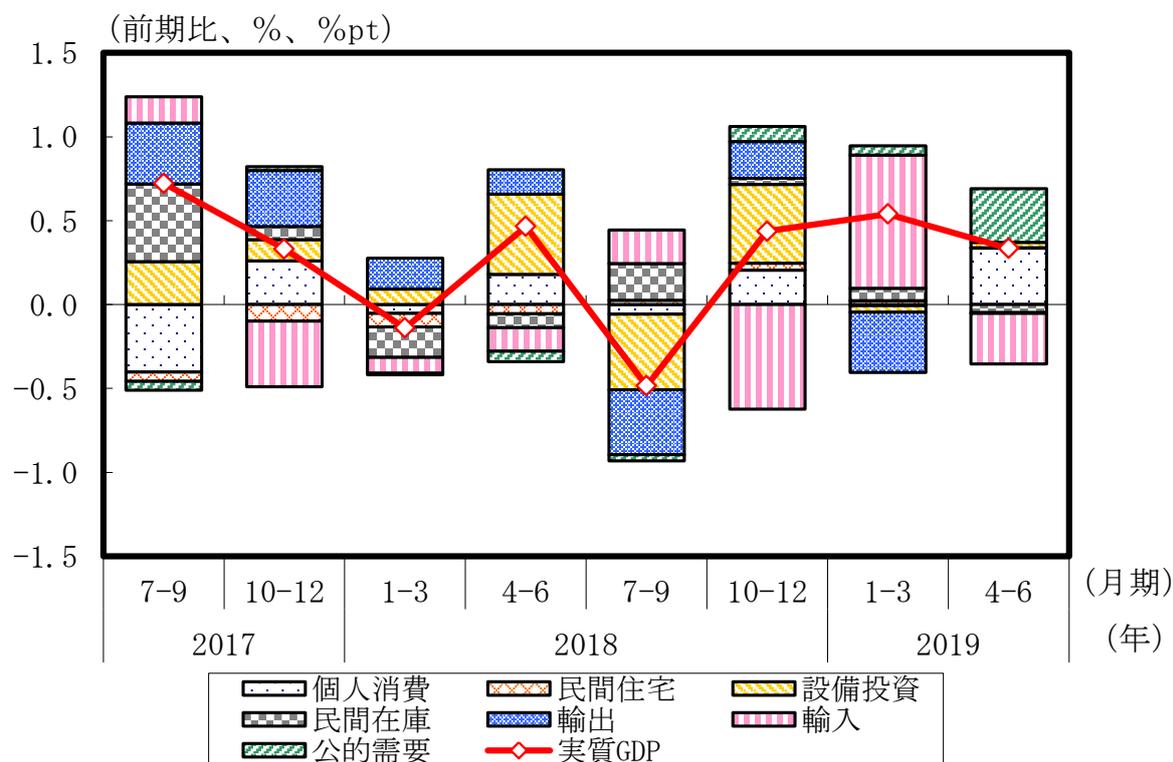
今後の見通し：世界経済減速と通商摩擦で輸出は足踏み、内需も消費増税後は一旦低迷へ

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に復する公算が大きい。また、再度激化した米中冷戦の影響は、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・拡大には今しばらく時間がかかるだろう。米国の内需は金融緩和に支えられているものの、他方で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。9月1日、米国は約1,100億ドル相当の対中輸入品目に15%の追加関税を賦課した（いわゆる関税第4弾の一部）。また、10月1日には既に追加関税をかけている約2,500億ドル相当の対中輸入品目の追加関税を25%から30%へ引き上げる予定だ。そして、12月15日には、第4弾のうち残りの1,600億ドル相当の対中輸入品目にも15%の追加関税をかける予定である。中国側も報復措置として、新たに750億ドル相当の対米輸入品目に対し、5%ないしは10%追加で関税率を引き上げている（9月1日から追加関税が発動される対象品目の輸入額は約300億ドル、残りは12月15日に発動される予定）。

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）



米中関税合戦の累積効果は中国▲0.38%、米国▲0.51%、日本▲0.22%

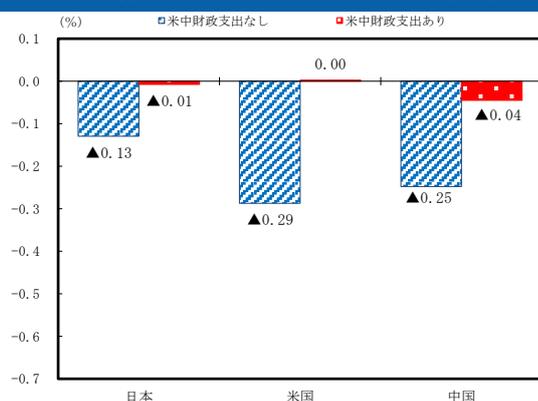
マクロモデルを用いた試算によれば、既に発動されている「第3弾」までの追加関税が各国経済に与える累積効果は中国▲0.25%、米国▲0.29%、日本▲0.13%となる（図表3-4）。これに対して、今回の措置を加えた累積効果は中国▲0.38%、米国▲0.51%、日本▲0.22%と試算される（図表5-6）。これらの差分である中国▲0.13%pt、米国▲0.22%pt、日本▲0.09%ptが、今回の追加関税措置「単体」の影響となる。

外需の悪化が内需の鈍化につながる可能性に注意

輸出の低迷は、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。こうした文脈の下で、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、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。

図表3：関税「第1-3弾」までの影響試算²



(注1) 米国が中国からの輸入2,500億ドルに25%の追加関税。
中国が米国からの輸入500億ドルに25%、600億ドルに平均14.5%追加関税。
(注2) 全て実質。ベースラインからの乖離率。
(出所) 大和総研のマクロモデルによる試算値

図表4：日米中経済に与える影響（詳細版）

中国経済に与える影響		実質GDP	個人消費	設備投資	政府支出	輸出	輸入
米中財政支出なし	乖離率	▲0.25	▲0.43	▲0.09	0.00	▲0.57	▲0.43
	寄与度		▲0.17	▲0.04	0.00	▲0.12	0.08
米中財政支出あり	乖離率	▲0.04	▲0.43	▲0.02	1.16	▲0.41	▲0.27
	寄与度		▲0.17	▲0.01	0.17	▲0.09	0.05
米国経済に与える影響		実質GDP	個人消費	設備投資	政府支出	輸出	輸入
米中財政支出なし	乖離率	▲0.29	▲0.50	▲0.38	0.00	▲0.13	▲0.88
	寄与度		▲0.35	▲0.06	0.00	▲0.02	0.14
米中財政支出あり	乖離率	0.00	▲0.50	0.00	2.07	▲0.09	▲0.08
	寄与度		▲0.35	0.00	0.35	▲0.01	0.01
日本経済に与える影響		実質GDP	個人消費	住宅投資	設備投資	輸出	輸入
米中財政支出なし	乖離率	▲0.13	▲0.01	▲0.01	▲0.47	▲0.96	▲0.60
	寄与度		▲0.01	▲0.00	▲0.08	▲0.18	0.11
米中財政支出あり	乖離率	▲0.01	▲0.00	▲0.00	▲0.03	▲0.06	▲0.04
	寄与度		▲0.00	▲0.00	▲0.00	▲0.01	0.01

(注1) 米国が中国からの輸入2,500億ドルに25%の追加関税。
中国が米国からの輸入500億ドルに25%、600億ドルに平均14.5%追加関税。
(注2) 全て実質。ベースラインからの乖離率(%)とその寄与度(%pt)。
(出所) 大和総研のマクロモデルによる試算値

² 試算の前提等の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)

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)

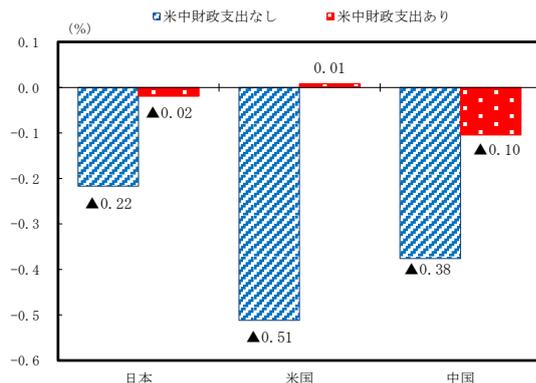
小林俊介・廣野洋太「[日本経済見通し：2018年10月 米中貿易戦争の本質 - 『歴史の終わり』の終わり\(もしくは始まり\) -](#)」(大和総研レポート、2018年10月23日)

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。

図表 5: 関税「第1-4弾(15%)」の影響試算



(注1) 米国が中国からの輸入2500億ドルに30%の追加課税、3,000億ドルに15%追加課税、中国が米国からの輸入500億ドルに25%追加課税、600億ドルに15%課税、750億ドルに7.2%課税した場合の影響試算。
(注2) 全て実質。実績値からの乖離率。
(出所) 大和総研短期マクロモデルによる試算値。

図表 6: 日米中経済に与える影響 (詳細版)

中国経済に与える影響		実質GDP	個人消費	設備投資	政府支出	輸出	輸入
米中財政支出なし	乖離率	▲0.38	▲0.54	▲0.13	0.00	▲1.03	▲0.59
	寄与度		▲0.21	▲0.06	0.00	▲0.21	0.10
米中財政支出あり	乖離率	▲0.10	▲0.54	▲0.04	1.46	▲0.75	▲0.39
	寄与度		▲0.21	▲0.02	0.21	▲0.15	0.07
米国経済に与える影響		実質GDP	個人消費	設備投資	政府支出	輸出	輸入
米中財政支出なし	乖離率	▲0.51	▲0.91	▲0.68	0.00	▲0.17	▲1.57
	寄与度		▲0.63	▲0.12	0.00	▲0.02	0.26
米中財政支出あり	乖離率	0.01	▲0.91	0.01	3.73	▲0.12	▲0.13
	寄与度		▲0.63	0.00	0.63	▲0.02	0.02
日本経済に与える影響		実質GDP	個人消費	住宅投資	設備投資	輸出	輸入
米中財政支出なし	乖離率	▲0.22	▲0.02	▲0.02	▲0.78	▲1.61	▲1.01
	寄与度		▲0.01	▲0.00	▲0.13	▲0.30	0.18
米中財政支出あり	乖離率	▲0.02	▲0.00	▲0.00	▲0.07	▲0.14	▲0.09
	寄与度		▲0.00	▲0.00	▲0.01	▲0.03	0.02

(注1) 米国が中国からの輸入2500億ドルに30%の追加課税、3,000億ドルに15%追加課税、中国が米国からの輸入500億ドルに25%追加課税、600億ドルに15%課税、750億ドルに7.2%課税した場合の影響試算。
(注2) 全て実質。実績値からの乖離率 (%) とその寄与度 (%pt)。
(出所) 大和総研のマクロモデルによる試算値