

2019年11月14日 全4頁

Indicators Update

2019年7-9月期 GDP 一次速報

駆け込み需要を在庫減少と外需の停滞が相殺し、薄氷の4四半期連続プラス成長

経済調査部
シニアエコノミスト 小林 俊介

[要約]

- 2019年7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+0.2%（前期比+0.1%）となり、市場コンセンサス（前期比年率+0.8%、前期比+0.2%）を大幅に下回った。GDPの特性上、自動車の駆け込み需要が出荷段階で4-6月期からカウントされ7-9月期の消費の伸びが統計上は抑制されたこと、7-9月期に在庫が減少したことに加えて、輸出が振るわなかったことから、4四半期連続ながら辛うじてのプラス成長となっている。
- 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当面続ける公算が大きい。過去において日本経済の懸念材料は「輸出の不振」であり、外需の低迷を底堅い内需が支える構造が続いてきた。しかし駆け込み需要の反動や、消費増税に伴う負の所得効果などを踏まえれば、内需の力強い成長を見込むことは今後難しくなってくる。

※当社は、11月20日（水）に「第203回日本経済予測」の発表を予定している。

薄氷の4四半期連続プラス成長（前期比年率+0.2%、前期比+0.1%）

2019年7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+0.2%（前期比+0.1%）となり、市場コンセンサス（前期比年率+0.8%、前期比+0.2%）を大幅に下回った。GDPの特性上、自動車の駆け込み需要が出荷段階で4-6月期からカウントされ7-9月期の消費の伸びが統計上は抑制されたこと、7-9月期に在庫が減少したことに加えて、輸出が振るわなかったことから、4四半期連続ながら辛うじてのプラス成長となっている。

駆け込み需要を在庫減少と外需の停滞が相殺

需要項目別に確認すると、民間最終消費は前期比+0.4%と、駆け込み需要¹を受け、高い増加率を示した。形態別に消費動向を確認すると、耐久財が同+3.2%、半耐久財は同+1.7%と、大幅に伸長している。しかし耐久財は4-6月期の同+4.6%から減速した。これはGDP統計上、自動車の消費が、販売段階ではなく出荷段階でカウントされることを背景としたものである²。なお、非耐久財は同▲0.3%、サービスが同▲0.1%とマイナスに転じた。実質雇用者報酬が前期比でマイナスに転じていることに加え、7月の天候不順が響いたとみられる。

民間住宅は、前期比+1.4%に再加速した。これは駆け込み需要というより、居住産業併用建築の着工が大幅に伸長した特殊要因等を反映したものとみられる。

図表1：2019年7-9月期GDP（一次速報）

		2018		2019		
		7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期
実質国内総生産(GDP)	前期比%	▲ 0.5	0.4	0.5	0.4	0.1
	前期比年率%	▲ 2.0	1.5	2.0	1.8	0.2
民間最終消費支出	前期比%	▲ 0.1	0.3	▲ 0.0	0.6	0.4
民間住宅	前期比%	0.4	1.1	1.1	0.5	1.4
民間企業設備	前期比%	▲ 3.2	3.2	▲ 0.4	0.7	0.9
民間在庫変動	前期比寄与度%pt	0.3	▲ 0.0	0.1	▲ 0.1	▲ 0.3
政府最終消費支出	前期比%	0.2	0.7	▲ 0.0	1.2	0.5
公的固定資本形成	前期比%	▲ 2.5	▲ 1.0	1.8	2.1	0.8
財貨・サービスの輸出	前期比%	▲ 1.8	1.1	▲ 2.0	0.5	▲ 0.7
財貨・サービスの輸入	前期比%	▲ 1.2	3.8	▲ 4.1	2.1	0.2
内需寄与度	前期比寄与度%pt	▲ 0.4	0.8	0.1	0.7	0.2
外需寄与度	前期比寄与度%pt	▲ 0.1	▲ 0.4	0.4	▲ 0.3	▲ 0.2
名目GDP	前期比%	▲ 0.4	0.4	0.9	0.4	0.3
	前期比年率%	▲ 1.8	1.5	3.7	1.5	1.2
GDPデフレーター	前期比%	0.1	0.0	0.4	▲ 0.1	0.2
	前年比%	▲ 0.4	▲ 0.3	0.1	0.4	0.6

(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・鈴木雄太郎『[『駆け込み需要』の徹底検証（業種別・品目別） 対策のエアポケットとなった分野で顕著に発生。今後は反動に要警戒。](#)』（大和総研レポート、2019年10月30日）

² 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）

民間企業設備も前期比+0.9%と加速した。消費増税に伴う制度変更への対応を目的とした特需が含まれているが、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年に比べれば若干鈍化している。

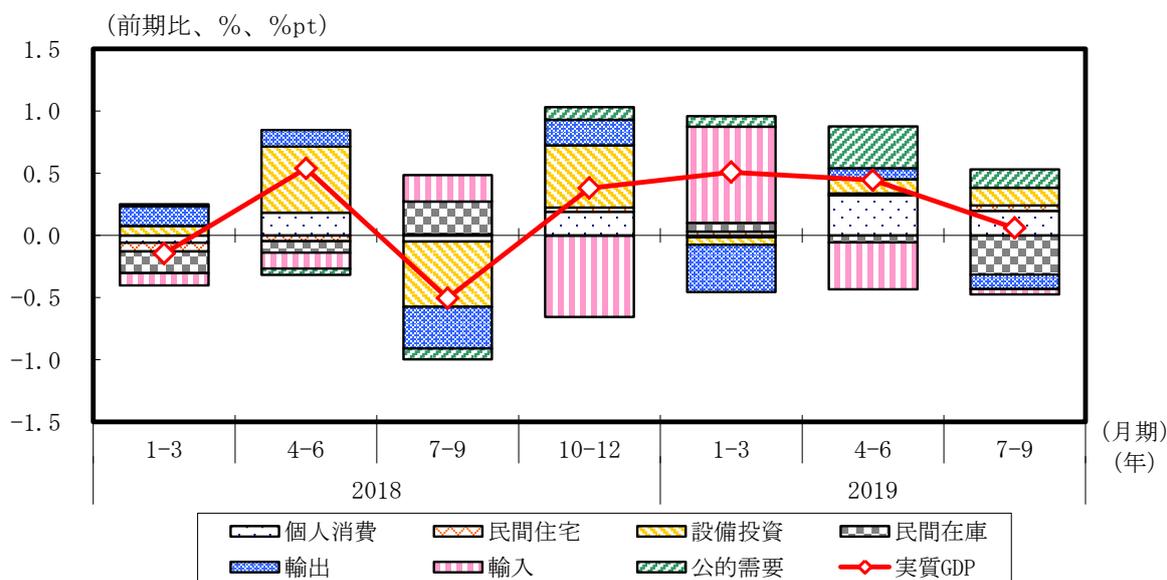
民間在庫変動の前期比寄与度は▲0.3%ptとなり、全体の成長率を大幅に押し下げた。項目別に見ると、製品在庫は同▲0.2%pt、流通品在庫は同▲0.0%ptとなっている。GDP一次速報段階で仮置きされる原材料在庫は同+0.0%pt、仕掛品在庫は同▲0.1%ptとなっているが、これらは二次速報段階で下方修正される公算が大きい。

公的固定資本形成は前期比+0.8%と3四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、2018年末に閣議決定された「防災・減災、国土強靱化のための3か年緊急対策」（2018年度～2020年度）が公共投資を下支えし、増加が続いている。政府最終消費支出は、同+0.5%と緩やかな増加基調を続けている。

輸出は世界経済の減速を背景として、前期比▲0.7%と冴えない動きが続いている。財輸出は増加した一方、サービス輸出は減少した。7-9月期における財の実質輸出指数（日本銀行試算）は、米国向けは減少した一方、EU向け、中国向け、NIEs・ASEAN向け等は増加し、全体ではプラス（同+1.7%）の着地となった。他方、サービス輸出は旅行サービスが大きく落ち込んだ。日韓関係悪化による訪日韓国人の大幅な減少などが下押し要因となった。輸入は好調な内需を背景として同+0.2%となり、外需寄与度は同▲0.2%ptと、4-6月期に続いてマイナスとなっている。

なお、GDPデフレーターの上昇率は前期比+0.2%となり、名目GDP成長率は同+0.3%（同年率1.2%）となっている。

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

今後の見通し：内需の鈍化を主因に低空飛行

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当面続ける公算が大きい。過去において日本経済の懸念材料は「輸出の不振」であり、外需の低迷を底堅い内需が支える構造が続いてきた。しかし駆け込み需要の反動や、消費増税に伴う負の所得効果などを踏まえれば、内需の力強い成長を見込むことは今後難しくなってくる。

まず、輸出の本格的な回復・拡大には今しばらくの時間を要するだろう。比較的早い時期から悪化が始まっていたアジア向け輸出、半導体関連財輸出については、グローバルな在庫調整が一巡していることなどを背景に底打ちの兆しを見せている。他方で底堅い推移を示してきた先進国向け輸出、耐久財・資本財輸出が遅れて減少基調に転じ始めた。とりわけ米国向け輸出については、減税効果により循環的な成長鈍化が遅れた分、今後当面の間は調整局面を迎える公算が大きい。そして伸び悩む輸出が、設備投資や雇用者報酬、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、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。そこに加えて、2014年の増税時ほどではなかったにせよ、駆け込み需要の反動減が当面は消費の抑制要因となるだろう。当然のことながら、消費増税の負の所得効果も、回復速度を鈍化させることになる。もっとも、消費増税と併せて導入された軽減税率、教育無償化、各種対策等を踏まえれば、消費の底割れが懸念される状況にはない。

住宅投資は、駆け込み需要の反動減による緩やかな減少が続いた後、横ばい圏で推移するとみている。消費増税に伴う各種住宅購入支援策が住宅投資を下支えする一方で、住宅価格の高止まりなどが住宅投資の下押し要因となるだろう。

設備投資は緩やかな増加を見込んでいる。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、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だ。また、短期的には、先述した消費増税に伴う制度変更への対応を目的とした特需が剥落する公算が大きい。

公共投資については、緩やかな増加を見込んでいる。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。また、10月に台風19号がもたらした甚大な被害への対応も押し上げ要因となるだろう。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。