

2020年3月9日 全8頁

## Indicators Update

# 2019年10-12月期 GDP 二次速報

前期比年率▲7.1%。新型肺炎で2020年マイナス成長の可能性高まる

経済調査部 シニアエコノミスト 小林 俊介

### [要約]

- 2019年10-12月期の実質GDP成長率(二次速報)は前期比年率▲7.1%(前期比▲1.8%)と、一次速報(前期比年率▲6.3%、前期比▲1.6%)から下方修正され、市場予想(前期比年率▲6.6%、前期比▲1.7%)を下回った。
- 下方修正に寄与した要因は、法人企業統計の結果を受けた民間企業設備(前期比▲3.7%→同▲4.6%)、および民間在庫変動(前期比寄与度+0.1%pt→同+0.0%pt)だ。前者に関してはとりわけ輸送用機械(前期比▲10.4%)、その他の機械設備等(同▲4.2%)が大きい。
- 10-12月期の大幅マイナス成長の主因は、消費増税に伴う駆け込み需要の反動減および負の所得効果に求められる。従って先行きを考えると、少なくとも前者の効果は逡減に向かう公算が大きい。しかし2020年を見通すと、新型肺炎という新たな問題が深刻度を増している。
- 新型肺炎は中国を中心としたサプライチェーンの寸断という経路のみならず、日本を含めた世界各国のパニックおよび自粛を受けた需要減退という経路をも通じて景気低迷を現実化させている。蔓延収束後に前者はペントアップデマンドを生じさせる可能性を有しているが、後者はサービス消費を中心として、失われた需要を取り戻すことが難しい。また、企業収益の悪化が雇用者報酬の抑制を通じて、最終需要を追加的に低迷させる可能性も高まっている。そして当然、収束に時間を要するほど打撃は累増する。日本経済の成長軌道が中期的に低迷に向かう公算は拡大しているとみざるを得ない。

※当社は、3月9日(月)に「第204回日本経済予測(改訂版)」の発表を予定している。

## 前期比年率▲7.1%（前期比▲1.8%）へと小幅に下方修正

2019年10-12月期の実質GDP成長率（二次速報）は前期比年率▲7.1%（前期比▲1.8%）と、一次速報（前期比年率▲6.3%、前期比▲1.6%）から下方修正され、市場予想（前期比年率▲6.6%、前期比▲1.7%）を下回った。なお、GDPデフレーターの上昇率は前期比+0.3%へと小幅に下方修正され、名目GDP成長率は前期比年率▲5.8%（前期比▲1.5%）となった。

下方修正に寄与した要因は、法人企業統計の結果を受けた民間企業設備（前期比▲3.7%→同▲4.6%）、および民間在庫変動（前期比寄与度+0.1%pt→同+0.0%pt）だ。前者に関してはとりわけ輸送用機械（前期比▲10.4%）、その他の機械設備等（前期比▲4.2%）が大きい。

図表1：2019年10-12月期GDP（二次速報）

|              |           | 2018    |       | 2019  |       |         |      |
|--------------|-----------|---------|-------|-------|-------|---------|------|
|              |           | 10-12月期 | 1-3月期 | 4-6月期 | 7-9月期 | 10-12月期 |      |
|              |           |         |       |       |       | 一次速報    | 二次速報 |
| 実質国内総生産(GDP) | 前期比%      | 0.6     | 0.5   | 0.6   | 0.0   | ▲1.6    | ▲1.8 |
|              | 前期比年率%    | 2.4     | 2.2   | 2.3   | 0.1   | ▲6.3    | ▲7.1 |
| 民間最終消費支出     | 前期比%      | 0.4     | 0.0   | 0.6   | 0.5   | ▲2.9    | ▲2.8 |
| 民間住宅         | 前期比%      | 1.7     | 1.5   | ▲0.2  | 1.2   | ▲2.7    | ▲2.5 |
| 民間企業設備       | 前期比%      | 4.4     | ▲0.4  | 0.8   | 0.2   | ▲3.7    | ▲4.6 |
| 民間在庫変動       | 前期比寄与度%pt | 0.0     | 0.1   | ▲0.0  | ▲0.2  | 0.1     | 0.0  |
| 政府最終消費支出     | 前期比%      | 0.7     | ▲0.4  | 1.7   | 0.7   | 0.2     | 0.2  |
| 公的固定資本形成     | 前期比%      | ▲1.1    | 2.1   | 1.7   | 1.1   | 1.1     | 0.7  |
| 財貨・サービスの輸出   | 前期比%      | 1.6     | ▲1.9  | 0.4   | ▲0.7  | ▲0.1    | ▲0.1 |
| 財貨・サービスの輸入   | 前期比%      | 4.3     | ▲4.3  | 2.0   | 0.7   | ▲2.6    | ▲2.7 |
| 内需寄与度        | 前期比寄与度%pt | 1.1     | 0.1   | 0.8   | 0.3   | ▲2.1    | ▲2.3 |
| 外需寄与度        | 前期比寄与度%pt | ▲0.4    | 0.5   | ▲0.3  | ▲0.3  | 0.5     | 0.5  |
| 名目GDP        | 前期比%      | 0.2     | 1.1   | 0.6   | 0.4   | ▲1.2    | ▲1.5 |
|              | 前期比年率%    | 0.9     | 4.4   | 2.4   | 1.7   | ▲4.9    | ▲5.8 |
| GDPデフレーター    | 前期比%      | ▲0.4    | 0.5   | 0.0   | 0.4   | 0.4     | 0.3  |
|              | 前年比%      | ▲0.6    | 0.1   | 0.4   | 0.6   | 1.3     | 1.2  |

(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

## 10-12月期のマイナス成長の主因は駆け込み需要の反動減

需要項目別に確認すると、民間最終消費は前期比▲2.8%となった。形態別に消費動向を確認すると、耐久財が同▲14.0%、半耐久財が同▲4.8%、非耐久財が同▲2.5%、サービスが同▲1.1%と軒並み減少している。

とりわけ自動車を中心として耐久財の反動減が大きい<sup>1</sup>が、4-6月期および7-9月期に発生した駆け込み需要の累積額に比べれば減少幅は未だ小さい。Windows7のサポート終了を受けたパソコンや五輪特需を受けたテレビ等の販売が未だ底堅さを保ってきたことなどが一部反映されている。反動減以外では、台風や暖冬の影響も押し下げ要因となった。とりわけ後者は衣料品を中心として半耐久財の消費を押し下げたとみられる。

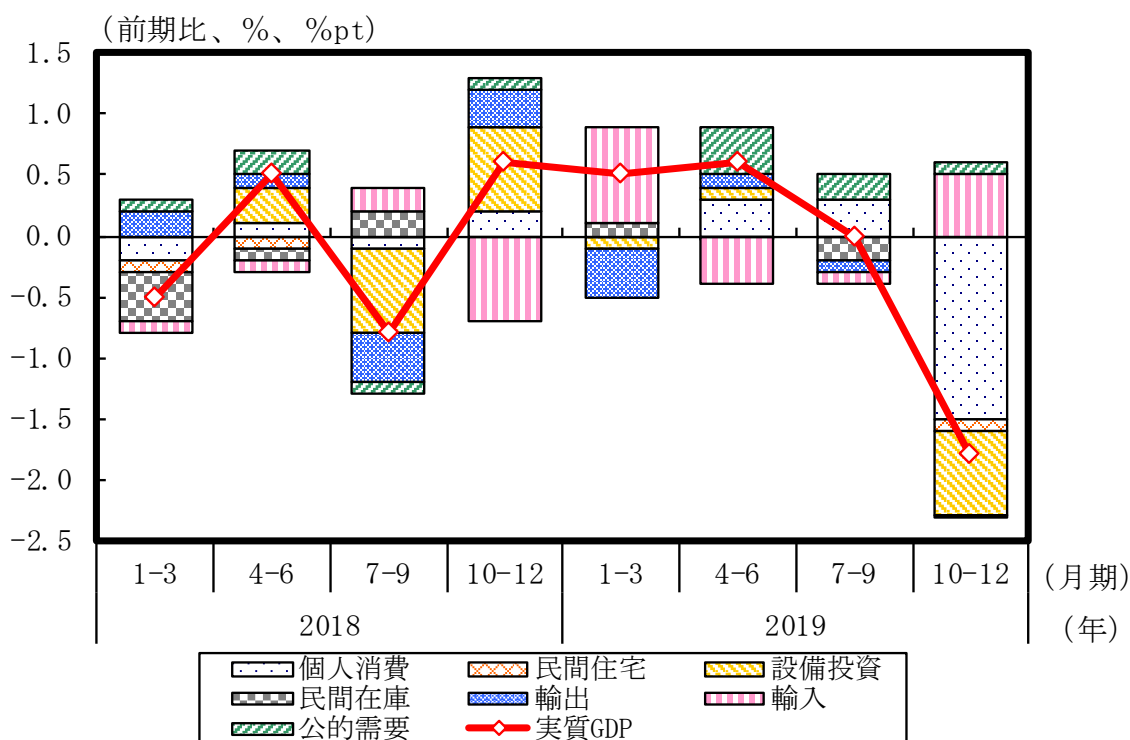
<sup>1</sup> 詳細は下記レポート参照。小林俊介・鈴木雄太郎『[『駆け込み需要』の徹底検証（業種別・品目別） 対策のエアポケットとなった分野で顕著に発生。今後は反動に要警戒。](#)』（大和総研レポート、2019年10月30日）

増税の純粋な効果である負の所得効果<sup>2</sup>は、軽減税率の導入や教育無償化等の社会保障充実策に加えて、キャッシュレス決済に対するポイント還元をはじめとする各種対策によって、一部緩和されている。非耐久財やサービス消費の落ち込みが限定的となった背景としては、上述の要因を挙げるができるだろう。

民間住宅は、前期比▲2.5%と減少した。持家戸建等で見られていた駆け込み需要の反動が発生したことに加え、台風に伴う工期の遅れが影響した可能性が指摘される。民間企業設備も同▲4.6%と大幅に減少した。軽減税率制度・キャッシュレス決済対応需要の剥落や、Windows7のサポート終了に伴う買い替え需要のピークアウト、消費増税前の駆け込み需要の反動減が下押し要因となったと考えられる（通常、設備投資は消費増税の影響を受けないが、「簡易課税制度」を適用している企業の損益に対しては、消費増税は直接的な影響を及ぼす）。形態別総固定資本形成の推移を確認すると、反動減を強く反映したとみられる「輸送用機械」（前期比▲10.4%）、「その他の機械設備等」（同▲4.2%）の減少が目立つ。その他、（住宅を除く）「その他の建物・構築物」は同▲0.3%、「知的財産生産物」は同▲1.8%の減少となった。

民間在庫変動の前期比寄与度は+0.0%ptとなった。項目別に見ると、流通品在庫は同+0.1%pt、製品在庫は同+0.1%pt、GDP一次速報段階では仮置きされていた仕掛品在庫は同▲0.1%pt、原材料在庫は同▲0.2%ptと下方修正された。

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

<sup>2</sup> 詳細は下記レポート参照。小林俊介・鈴木雄太郎「徹底検証：消費増税と対策の影響分析 所得効果・代替効果と世代別影響・産業別影響を網羅的に精査」（大和総研レポート、2019年9月18日）

低調な民需とは対照的に、公的部門は堅調さを維持した。公的固定資本形成は前期比+0.7%と、拡張的な2019年度予算および災害対応を反映して堅調に推移した。政府最終消費支出も同+0.2%と増加した。10-12月期は、幼児教育・保育無償化の導入に伴い、家計の負担が軽減した分(国公立分)が政府の最終消費として計上される<sup>3</sup>ことも押し上げ要因となっている。また、大型台風に関連したがれき除去などの費用も押し上げ要因になったとみられる。

輸出は世界経済の減速を背景として、前期比▲0.1%と冴えない動きが続いている。10-12月期における財の実質輸出指数(日本銀行試算)は、中国向け、NIEs・ASEAN向け等は増加した一方、米国向け、EU向けは減少し、全体では同▲2.2%であった。アジア向けでは半導体等製造装置等が押し上げた一方、欧米向けでは乗用車等が下押しした。輸入は低調な内需を背景として同▲2.7%となり、純輸出は前期比寄与度+0.5%ptとプラスに転じた。

### 今後の見通し：新型肺炎で2020年マイナス成長の可能性高まる

10-12月期の大幅マイナス成長の主因は、消費増税に伴う駆け込み需要の反動および負の所得効果に求められる。従って先行きを考えると、少なくとも前者の効果は通減に向かう公算が大きい。しかし2020年を見通すと、新型肺炎という新たな問題が深刻度を増している。

新型肺炎の影響として当初懸念されたのは中国を中心としたサプライチェーンの寸断だった。これは主として製造業を中心とした「財の供給」の問題であり、蔓延収束後に前者はペントアップデマンドを生じさせる可能性を有していたとも言える。しかし現在より深刻な問題として浮上しているのが、日本を含めた世界各国のパニックおよび自粛を受けた、主として「サービス消費の需要」の減退だ。この経路から失われた需要を取り戻すことは困難を極める。また、企業収益の悪化が雇用者報酬の抑制を通じて、最終需要を追加的に低迷させる可能性も高まっている。そして当然、収束に時間を要するほどに打撃は累増する。日本経済の成長軌道が中期的に低迷に向かう公算は拡大しているとみざるを得ない。

需要項目別に先行きを見通すと、まず個人消費は大幅なマイナス成長を続ける見込みである。既に公表されている2月の百貨店販売額や航空・鉄道旅客者数は軒並み前年同月比▲20%程度の落ち込みを記録している。無論、2月の落ち込みには中国人団体客の受け入れ停止などに伴うインバウンド需要の低迷も寄与しているが、パニックの蔓延や政府の自粛要請などを背景に、日本人自身の消費も相応に低迷していると考えべきだろう。そして、日本人の消費にせよ、インバウンド消費にせよ、当面は悪化が続くと判断せざるを得ない状況が揃っている。日本人のビジネス・消費活動は少なくとも3月上旬までの制限が要請されている。訪日外客数の過半を占める中国および韓国からの入国制限が強化された。そしていずれの制限についても3月下旬、あるいは4月以降まで延長される可能性が色濃く残されている。また、制限が緩和された後も、かつての水準を取り戻すまでに相応の時間を要するだろう。

<sup>3</sup> 私立分は、対家計民間非営利団体の最終支出として扱われ、引き続き民間最終消費支出に計上される。詳しくは、内閣府「[2019年10-12月期四半期別GDP速報\(1次速報値\)における推計方法の変更等について](#)」(令和2年1月27日)

## 2020年2月景気ウォッチャー調査は東日本大震災時並みの低水準を記録

なお、GDP と同日に発表された 2020 年 2 月の景気ウォッチャー調査（**図表 3**、調査時期は 2 月 25-29 日）を確認すると、現状判断 DI は 27.4、先行き判断 DI が 24.6 まで急低下した。この水準は、東日本大震災直後に調査された 2011 年 3 月の水準（現状判断 DI は 24.0、先行き判断 DI は 25.1）とほぼ同等となる。しかし敢えて大震災時との相違を挙げるとすれば、現状判断よりも先行き判断の方が厳しい点が注目されよう。この傾向は家計動向関連のうち飲食関連やサービス関連、そして企業動向関連全般に確認される。特徴的な判断理由を確認すると、直接的な影響経路は上述した通りであるが、それらに加え「新型コロナウイルス感染がいつ落ち着くのか、全く不透明である」「新型コロナウイルス問題がいつ収束するかが不透明」である点なども景況感の低下につながっていることが示唆される。

将来の家計所得や企業所得に関する不確実性の高まりは、住宅投資や設備投資の先行きにも影を落とすだろう。住宅投資は、一部で確認された駆け込み需要の反動減や住宅価格の高止まりといったマイナス要因を各種住宅購入支援策が下支えする構図を従来予測では見込んでいたが、そこにダウンサイドリスクが加わった格好だ。設備投資は、内外需の見通しの下方修正に伴い低迷を余儀なくされる公算が大きい。人手不足に対応した合理化・省人化投資や、研究開発投資など、一部の費目では増勢を維持する可能性は残るが、不要不急の投資は先送りされる可能性が高まっている。

公共投資については、「防災・減災、国土強靱化のための 3 か年緊急対策」（2018 年 12 月閣議決定）や「安心と成長の未来を拓く総合経済対策」（2019 年 12 月閣議決定）が押し上げ要因となる。ただし、公共投資は既に高水準にあり、建設業の人手不足や資材価格の高まりを踏まえると執行ペースを上げにくい状況にあることから、先行きは横ばい圏での推移が続くとみている。

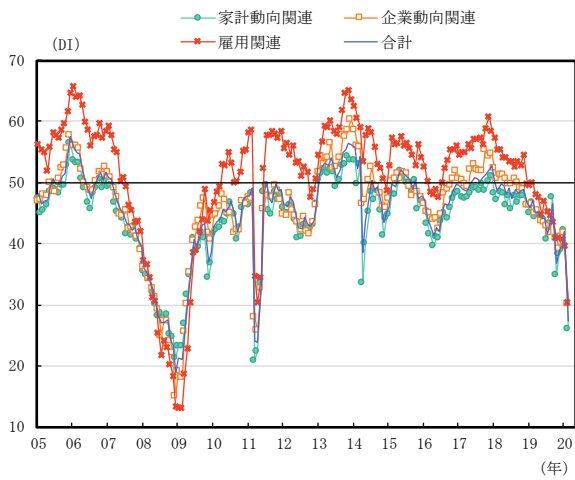
輸出の回復は従来予想以上に時間を要するだろう。比較的早い時期から悪化が始まっていたアジア向け輸出、半導体関連財輸出は、グローバルな在庫調整が一巡していることなどを背景に底打ちの兆しを見せていた。しかし中国から始まった新型肺炎の影響を受けてサプライチェーンに混乱が生じていることを受けて回復の持続性には疑問符が付く。訪日外客の減少に伴うサービス輸出への打撃も加わる。これらを受けて 1-3 月期の財・サービス輸出の見通しが厳しくなることは言うまでもないが、混乱が長期化するようであればアジア向けを中心とした輸出の回復シナリオは一段の修正を迫られることになるだろう。

加えて、2019 年前半まで底堅い推移を示してきた先進国向け輸出、とりわけ耐久財・資本財輸出が遅れて減少基調に転じ始めている点も気がかりだ。なかでも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だけ、今後当面の間は調整を続ける公算が大きい。さらに、日本と同様のパニック・自粛が最終需要を減退させるリスクが浮上している。

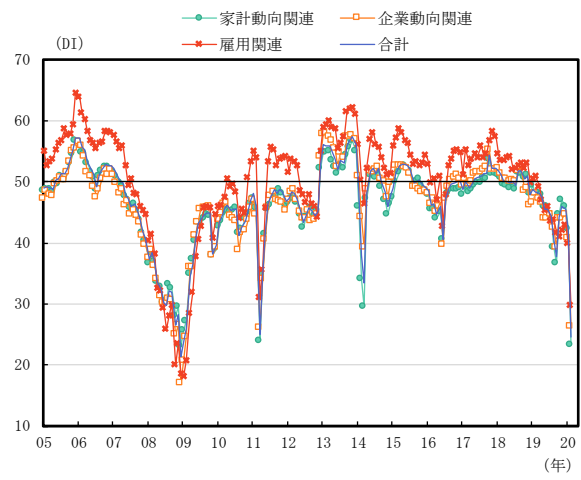
以上を踏まえると、公的需要など一部を除き大多数の項目でマイナス成長が視野に入っており、実質 GDP 全体の成長率も 2020 年通年でマイナスとなる可能性が極めて高くなっている。

図表3：景気ウォッチャー調査の推移

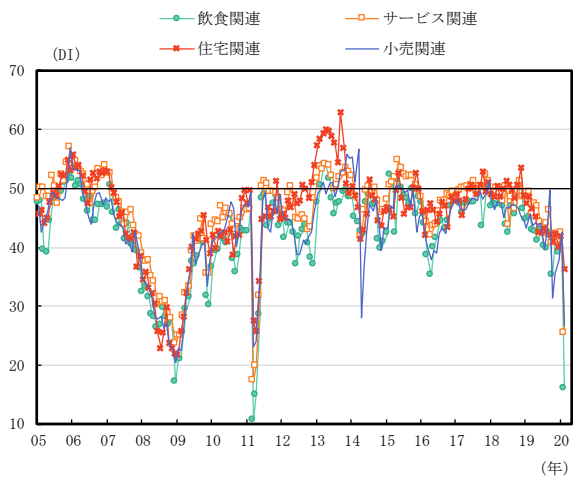
## 現状判断DI



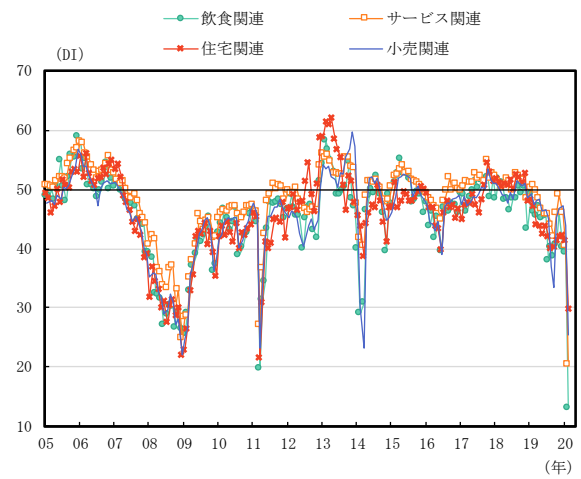
## 先行き判断DI



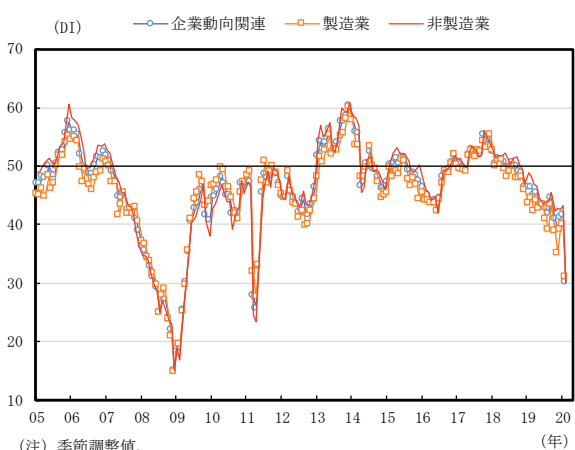
## 家計動向関連DI (現状)



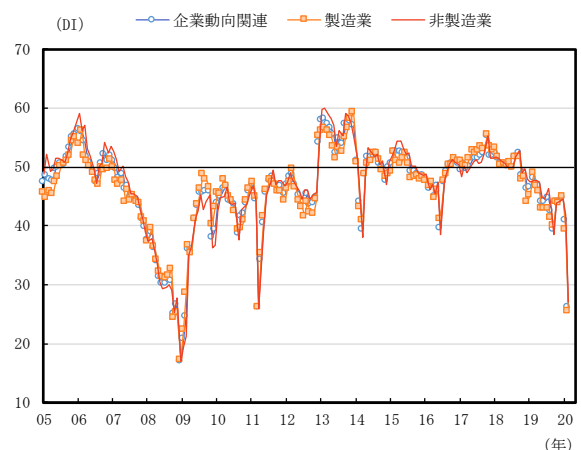
## 家計動向関連DI (先行き)



## 企業動向関連DI (現状)



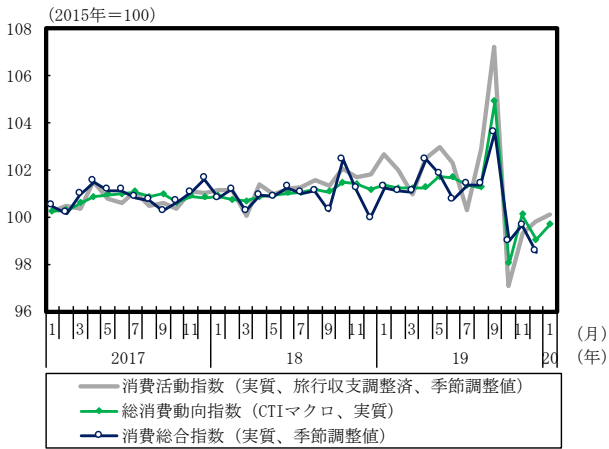
## 企業動向関連DI (先行き)



(注) 季節調整値。  
(出所) 内閣府統計より大和総研

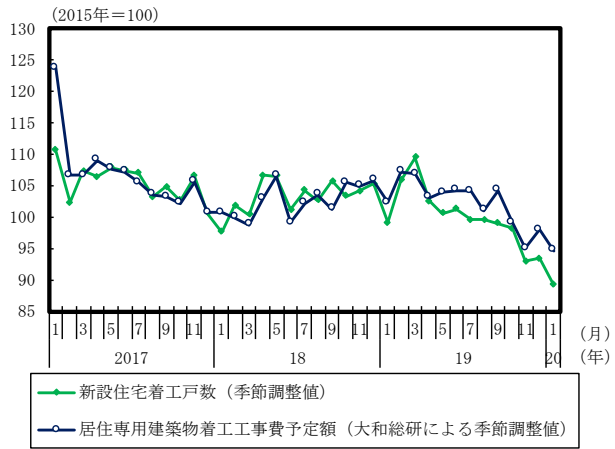
# 関連指標

## 消費



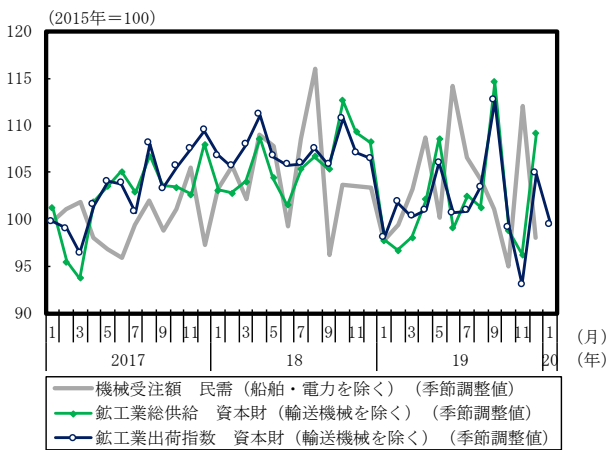
(出所) 内閣府、総務省、日本銀行統計より大和総研作成

## 住宅



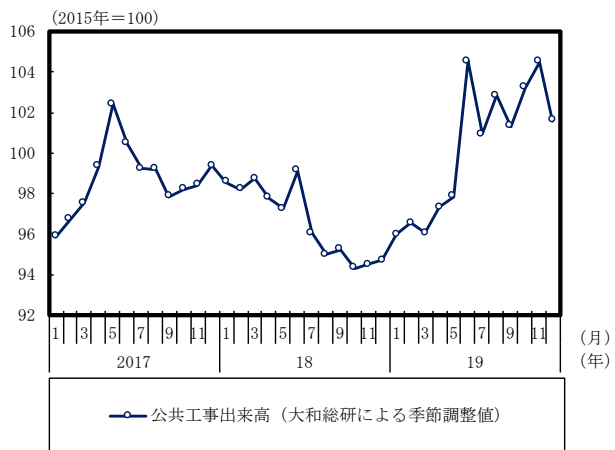
(出所) 国土交通省統計より大和総研作成

## 設備



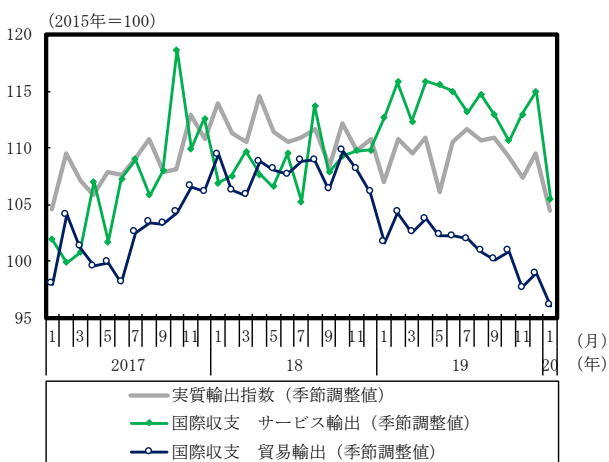
(出所) 経済産業省、内閣府統計より大和総研作成

## 公共投資



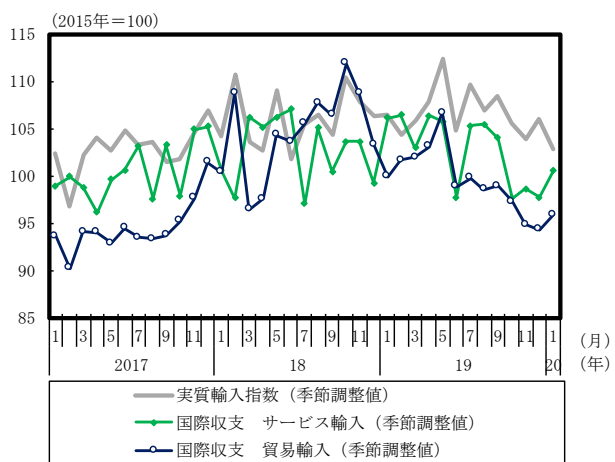
(出所) 国土交通省統計より大和総研作成

## 輸出



(出所) 財務省、日本銀行統計より大和総研作成

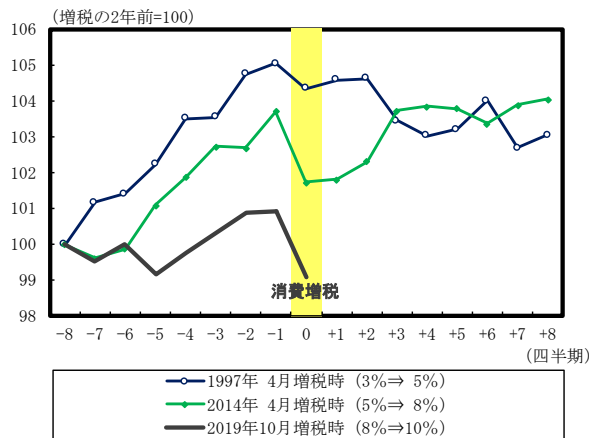
## 輸入



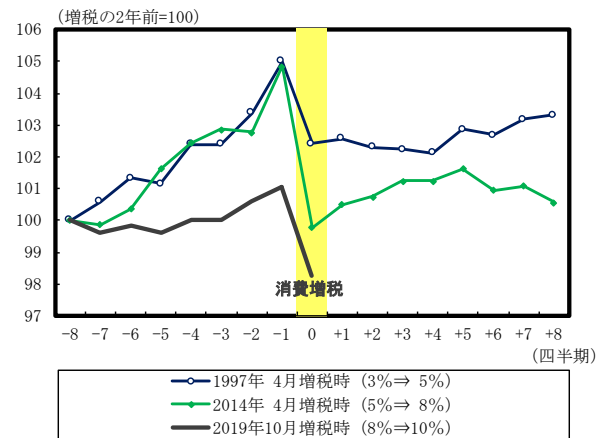
(出所) 財務省、日本銀行統計より大和総研作成

## 増税前後の動き

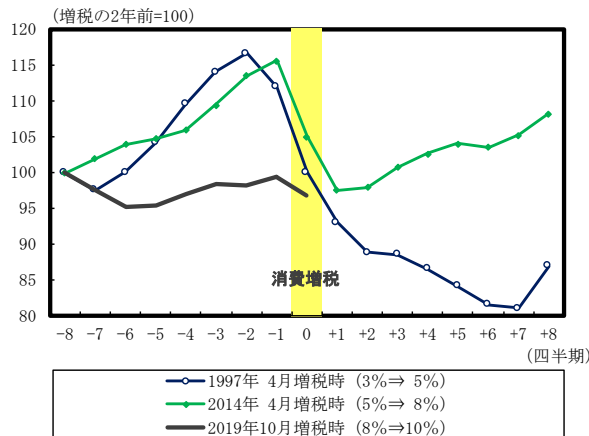
### 実質 GDP



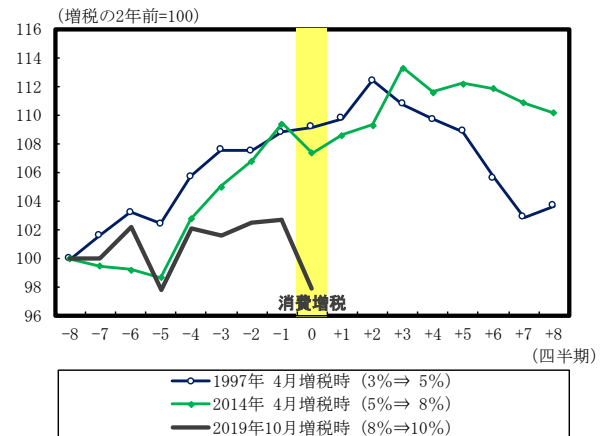
### 実質 民間最終消費支出



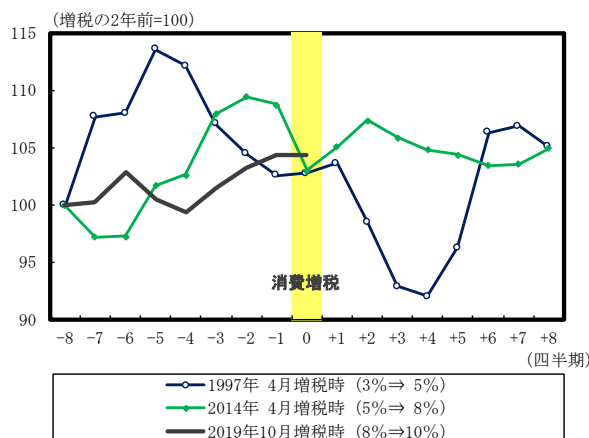
### 実質 民間住宅投資



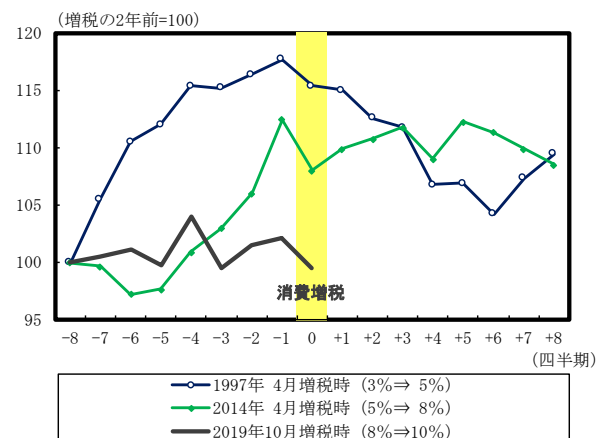
### 実質 民間設備投資



### 実質 公共投資



### 実質 輸入



(出所) 内閣府統計より大和総研作成