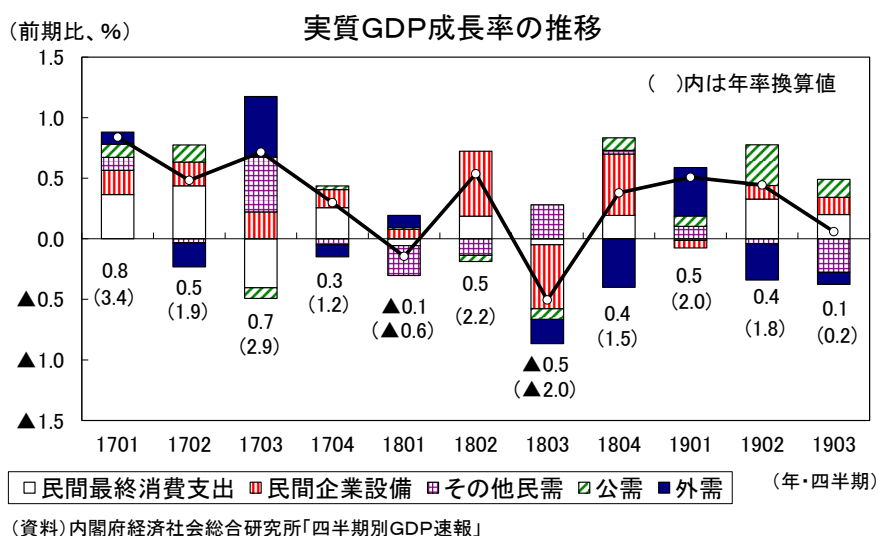


Weekly
エコノミスト・
レター

QE 速報:7-9 月期の実質 GDP は前期比 0.1%
(年率 0.2%) – 消費増税前にもかかわらず低成長

経済研究部 経済調査部長 斎藤 太郎
(03)3512-1836 tsaito@nli-research.co.jp

- 2019 年 7-9 月期の実質 GDP は、前期比 0.1% (年率 0.2%) と 4 四半期連続のプラス成長となった (当研究所予測 10 月 31 日: 前期比 0.1%、年率 0.2%)。
- 外需寄与度が前期比▲0.2%と 2 四半期連続で成長率を押し下げたが、消費増税前の駆け込み需要を主因として民間消費が前期比 0.4%の増加となったこと、高水準の企業収益を背景に設備投資が前期比 0.9%と好調を維持したことに加え、政府消費、公的固定資本形成がいずれも増加したことから、外需のマイナスを国内需要の増加がカバーする形となった。
- 消費増税前の駆け込み需要は 0.9 兆円と試算される。軽減税率の導入、消費増税対策の影響などから、駆け込み需要の大きさは前回増税前の 4 割程度だったとみられる。
- 2019 年 7-9 月期はかろうじてプラス成長を確保したものの、前回の消費増税前の伸び (2014 年 1-3 月期: 前期比年率 3.9%) を大きく下回った。駆け込み需要が小さかったことに加え、駆け込み需要を除いた消費の基調が弱いことも影響している。
- 2019 年 10-12 月期は、前回増税時に比べれば規模は小さいものの、駆け込み需要の反動減が発生すること、税率引き上げに伴う物価上昇によって実質所得が低下することから、民間消費が大きく減少し、明確なマイナス成長になることが予想される。



●7-9 月期は前期比年率 0.2%と 4 四半期連続のプラス成長

本日（11/14）発表された 2019 年 7-9 月期の実質 GDP（1 次速報値）は、前期比 0.1%（前期比年率 0.2%）と 4 四半期連続のプラス成長となった（当研究所予測 10 月 31 日：前期比 0.1%、年率 0.2%）。

外需寄与度が前期比▲0.2%（年率▲0.6%）と 2 四半期連続で成長率を押し下げたが、国内民間需要、公的需要がともに増加し、外需のマイナスをカバーする形となった。

駆け込み需要に伴う在庫の取り崩しから、民間在庫変動が前期比・寄与度▲0.3%と成長率を大きく押し上げたが、消費税率引き上げ前の駆け込み需要を主因として民間消費が前期比 0.4%の増加となったこと、高水準の企業収益を背景に設備投資が前期比 0.9%と好調を維持したことから、民間需要は前期比 0.1%と小幅な増加となった。政府消費（前期比 0.5%）、公的固定資本形成（同 0.8%）がいずれも増加したことから、公的需要は前期比 0.6%と高めの伸びとなった。

名目 GDP は前期比 0.3%（前期比年率 1.2%）と 4 四半期連続の増加となり、実質の伸びを上回った。GDP デフレーターは前期比 0.2%（4-6 月期：同▲0.1%）、前年比 0.6%（4-6 月期：同 0.4%）であった。

2019 年 7-9 月期の 1 次速報と同時に基礎統計の改定や季節調整のかけ直しなどから過去の成長率も遡及改定され、2019 年 4-6 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率 1.3%から同 1.8%へと上方修正された。設備投資（前期比 0.2%→同 0.7%）が上方修正されたことがその主因である。

<需要項目別結果>

（前期比、%）

	2019年4-6月期			2019年7-9月期		
	改定値 (11/14)	2次速報値 (9/9)	差	1次速報値 (11/14)	当社予測 (10/31)	差
実質 GDP	0.4	0.3	0.1	0.1	0.1	0.0
(前期比年率)	(1.8)	(1.3)	(0.4)	(0.2)	(0.2)	(0.0)
内 需	0.7	0.6	0.1	0.2	0.2	0.0
(寄与度)	(0.7)	(0.6)	0.1	(0.2)	(0.2)	0.0
民 需	0.5	0.4	0.1	0.1	0.2	▲0.1
(寄与度)	(0.4)	(0.3)	0.1	(0.1)	(0.2)	(▲0.1)
民間最終消費支出	0.6	0.6	▲0.0	0.4	0.5	▲0.1
民間住宅	0.5	0.1	0.4	1.4	1.6	▲0.2
民間企業設備	0.7	0.2	0.5	0.9	0.5	0.4
民間在庫変動 (寄与度)	(▲0.1)	(▲0.0)	(▲0.0)	(▲0.3)	(▲0.2)	(▲0.1)
公 需	1.4	1.3	0.1	0.6	0.2	0.4
(寄与度)	(0.3)	(0.3)	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.0)
政府最終消費支出	1.2	1.2	▲0.0	0.5	▲0.1	0.7
公的固定資本形成	2.1	1.8	0.4	0.8	1.6	▲0.7
財貨・サービスの純輸出 (寄与度)	(▲0.3)	(▲0.3)	(0.0)	(▲0.2)	(▲0.2)	(0.0)
財貨・サービスの輸出	0.5	▲0.0	0.5	▲0.7	▲0.3	▲0.4
財貨・サービスの輸入	2.1	1.7	0.4	0.2	0.7	▲0.5
名目 GDP	0.4	0.3	0.1	0.3	0.2	0.1

（資料）内閣府 経済社会総合研究所「四半期別 GDP 速報」

<需要項目別の動き>

民間消費は前期比 0.4%と 2 四半期連続で増加した。

軽減税率の導入やキャッシュレス決済に対するポイント還元などの消費増税対策の影響から、前回の消費増税前に比べると駆け込み需要の規模は小さかったが、消費増税直前には家電製品、家事用消耗品（ポリ袋、トイレトペーパー、洗剤等）、衣類など幅広い品目で駆け込み需要が顕在化

した。

実質家計消費の内訳を形態別にみると、自動車、家電製品などの耐久財（前期比 3.2%）、被服・履物、家具などの半耐久財（前期比 1.7%）が消費増税前の駆け込み需要を主因として高い伸びとなった。一方、軽減税率が導入された食料品を含む非耐久財は前期比▲0.3%の減少、外食、旅行などのサービスは前期比▲0.1%の減少となった。

雇用者報酬は名目・前年比 1.4%（4-6 月期：同 1.9%）、実質・前年比 1.1%（4-6 月期：同 1.2%）となり、名目、実質ともに前期から伸びが低下した。企業収益の悪化を受けて夏のボーナスが減少し、一人当たり賃金の伸びが大きく低下したことが雇用者報酬の伸びを押し下げた。

民間消費は 4-6 月期の前期比 0.6%に続き高めの伸びとなったが、前回の消費増税前（2014 年 1-3 月期の前期比 2.0%）の伸びを大きく下回った。この一因は駆け込み需要が小さかったことだが、もともとの消費の基調が弱いことも影響している。10-12 月期の民間消費は、反動減の影響は前回増税時よりも小さくなるものの、物価上昇による実質所得低下の影響を受けることから、前期比で大幅なマイナスとなることが予想される。

住宅投資は前期比 1.4%と 5 四半期連続で増加した。新設住宅着工戸数（季節調整済・年率換算値）は 2018 年 10-12 月期の 95.5 万戸から、2019 年 1-3 月期が 94.2 万戸、4-6 月期が 91.8 万戸、7-9 月期が 89.9 万戸と減少傾向が続いている。

住宅は引き渡しは 2019 年 10 月以降の場合、契約が 2019 年 3 月末以前でなければ、10%の消費税率が適用される。このため、駆け込み需要は 2018 年度中にほぼ出尽くしており、着工ペースでは 2019 年 4 月以降、反動減が発生している。

住宅着工戸数は減少しているが、居住産業併用建築物の工事費予定額（7 割が居住分とみなされる）が 8 月に急増しており、このことが 7-9 月期の GDP 統計の住宅投資を押し上げた。ただし、これは一時的なものと考えられるため、10-12 月期の住宅投資は減少に転じる可能性が高い。

設備投資は前期比 0.9%と 2 四半期連続で増加した。高水準の企業収益を背景に人手不足対応の省力化投資、都市再開発投資、研究開発投資などが設備投資の押し上げ要因となった。

日銀短観 2019 年 9 月調査では、2019 年度の設備投資計画（全規模・全産業、含むソフトウェア投資、除く土地投資額）が 6 月調査から▲0.3%下方修正され、前年度比 6.0%増となった。増加基調は維持されているが、同時期（9 月調査）の 2017、2018 年度の伸びを下回った。

高水準の企業収益を背景に設備投資は堅調を維持しているが、その勢いには陰りがみられる。人手不足対応の省力化投資など景気循環に左右されにくい需要は引き続き旺盛であるため、設備投資が大崩れする可能性は低いとみられるが、企業収益が悪化している製造業を中心に設備投資の牽引力は徐々に低下している。

公的固定資本形成は、2018 年度第 2 次補正予算と 2019 年度当初予算の執行から、前期比 0.8%と 3 四半期連続で増加した。公共工事の先行指標である公共工事請負金額が増加を続けていることに加え、2019 年度補正予算では災害復旧や経済対策に伴い公共事業関係費が積み増されることが見込まれるため、公的固定資本形成は先行きも増加が続く可能性が高いだろう。

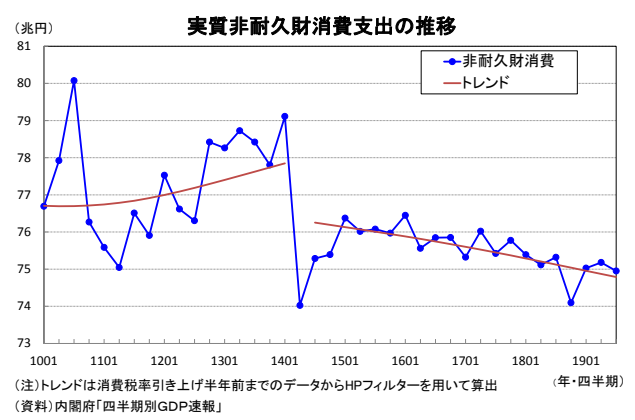
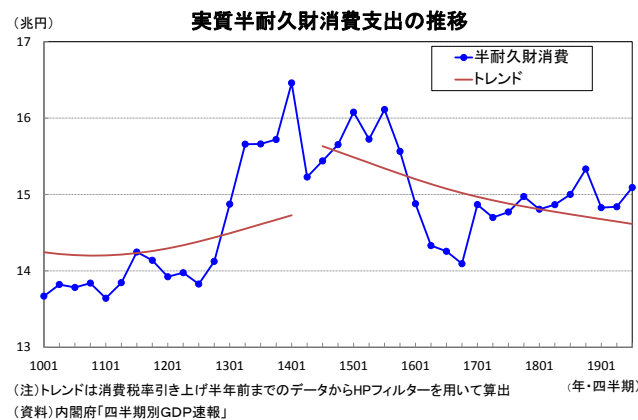
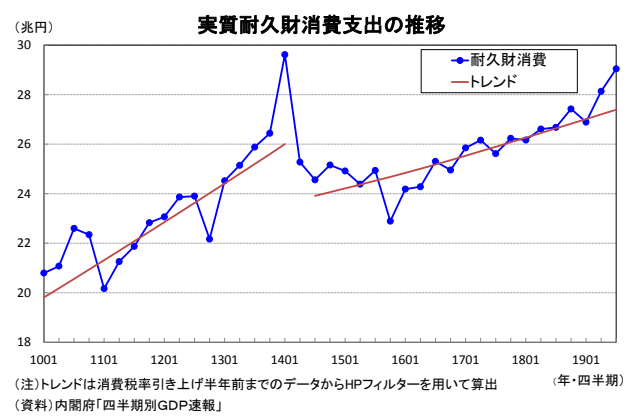
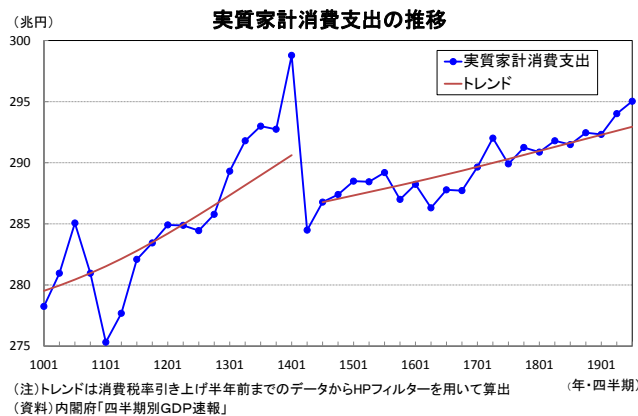
外需寄与度は前期比▲0.2%（前期比年率▲0.6%）と2四半期連続のマイナスとなった。

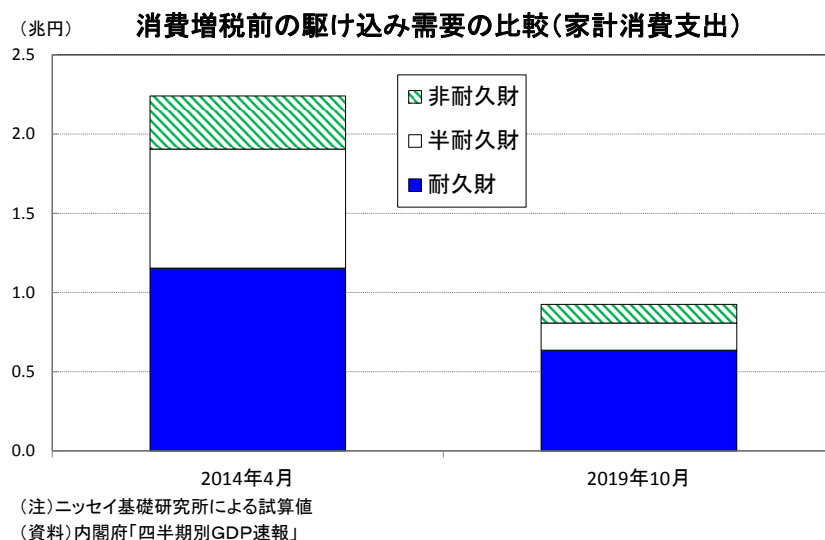
財貨・サービスの輸出は前期比▲0.7%と2四半期ぶりに減少した。財輸出は前期比0.3%と小幅な増加となったが、日韓関係の悪化に伴い訪日外国人数が減少したことからサービス輸出が前期比▲4.4%と大きく落ち込んだ。一方、財貨・サービスの輸入は、消費税率引き上げ前の駆け込み需要への対応もあり、前期比0.2%の増加となった。

（前回増税時との駆け込み需要の比較）

現時点では、データの制約などから駆け込み需要の正確な規模を把握することは困難だが、ここでは簡便的な方法で前回と今回の駆け込み需要の大きさを比較した。具体的には実質家計消費支出（耐久財、半耐久財、非耐久財）について、消費税率引き上げの半年前までのデータをもとにHPフィルターを用いてトレンドを抽出し、それを上回る部分を駆け込み需要とした。

このようにして求めた今回の駆け込み需要は家計消費支出全体で0.9兆円（2011年基準の実質値、以下同じ）となった。形態別には耐久財が0.6兆円、半耐久財が0.2兆円、非耐久財が0.1兆円である。これに対して、前回の消費増税前の駆け込み需要は家計消費支出全体が2.2兆円、耐久財が1.2兆円、半耐久財が0.8兆円、非耐久財が0.3兆円であった。月次の消費関連指標では、消費増税直前の9月には前回並みの需要の盛り上がりを確認されていたが、四半期ベースのGDP統計で見ると、駆け込み需要全体の規模は前回の4割程度だったとみられる。





(10-12月期の大幅マイナス成長は不可避)

2019年7-9月期は消費税率引き上げ前の駆け込み需要を主因としてかろうじてプラス成長を確保したが、前回の消費増税前(2014年1-3月期:前期比年率3.9%)に比べると低い伸びにとどまった。軽減税率の導入、キャッシュレス決済に対するポイント還元などによって駆け込み需要が抑えられたことも一因だが、駆け込み需要を除いた景気の基調が弱いことも影響している。

2019年10-12月期は、ポイント還元などの消費増税対策の効果が一定程度期待できるものの、駆け込み需要の反動減が発生すること、消費の基調が弱い中で税率引き上げに伴う物価上昇によって実質所得が低下することから、民間消費の大幅減少は避けられないだろう。現時点では、10-12月期の実質GDPは民間消費の大幅減少を主因として前期比年率▲2%台のマイナス成長を予想している。

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。
また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。