

第一生命経済研究所レポート selection

2019 年 5 月 20 日

団体年金事業部

2019 年 1-3 月期四半期別 GDP 速報（1 次速報値） ～輸入急減によってもたらされた高成長。内容は悪い～

当社のシンクタンク、株式会社第一生命経済研究所の新家主席エコノミストによる「2019 年 1-3 月期四半期別 GDP 速報（1 次速報値）～輸入急減によってもたらされた高成長。内容は悪い～」をお届けいたします。（別添参照）

本日内閣府から公表された 2019 年 1-3 月期の実質 GDP 成長率（1 次速報）は前期比年率 +2.1%（前期比 +0.5%）となりました。

本年金通信は、今回の GDP 成長率の内容解説及び今後の経済状況見通しについて記したレポートとなっておりますので、是非ご一読下さい。

以上

Economic Indicators

発表日: 2019 年 5 月 20 日(月)

2019 年 1-3 月期四半期別 GDP 速報(1 次速報値)

～輸入急減によってもたらされた高成長。内容は悪い～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部

主席エコノミスト 新家 義貴(Tel: 03-5221-4528)

○予想外の高成長だが・・・

本日内閣府から公表された 2019 年 1-3 月期の実質 GDP 成長率(1 次速報)は前期比年率+2.1%(前期比+0.5%)となった¹。事前の市場予想(前期比年率▲0.3%、筆者予想: ▲0.2%)では小幅マイナス成長が見込まれていたが、それを大幅に上回るポジティブサプライズである。正直言って驚いた。予想上振れの主因は設備投資と在庫投資。このうち、設備投資の上振れについては素直に前向きに受け取ってよいと思われる。設備投資については大幅減少が見込まれていたが、実際には小幅減にとどまった。大幅減だった場合には、輸出悪化の影響が設備投資にまで波及してきたと受け止められる可能性があったが、そうした事態は回避された。今のところ設備投資は増加基調で踏みとどまっているとの評価になろう。この点はポジティブだ。

もっとも、今回の GDP は、表面上の高成長とは裏腹に、内容は悪い。冷静に見れば、個人消費は減少、設備投資も(予想上振れとはいえ)減少、輸出は大幅マイナスと、主要な需要項目が軒並み弱い結果となっている。決してほめられた内容ではない。こうしたなかでも高い成長となった理由は、輸入の減少に尽きる。輸入は前期比▲4.6%と、2009 年 1-3 月期(前期比▲16.0%)以来の減少幅となっている。この輸入の減少によって成長率は前期比年率で+3.4%Pt、輸出から輸入を差し引いた外需寄与度でみても前期比年率+1.6%Pt も成長率を押し上げているのである。輸入の減少によって成長率は大幅に押し上げられるが、これは内需の弱さの反映という面もあるため、決して喜べるものではない。こうした外需の影響を除いた国内需要でみれば前期比年率+0.5%にとどまる。

また、設備投資と並んで予想上振れ要因となった在庫変動についても注意が必要である。在庫変動は事前にはマイナス寄与が見込まれていたが、実際にはプラス寄与となった(前期比年率寄与度: +0.5%Pt)。在庫要因で表面上の成長率は押し上げられているが、これは在庫調整の進捗が遅れていることを示すものとも言える。先行きの成長率にとってはむしろネガティブに働きやすく、前向きな評価はできない。

このように、今回の高成長は輸入急減(と在庫増)によって押し上げられたものであり、見た目よりも内容は悪いといってよい。この GDP の結果をもって、足元の景気が好調に推移しているとはとても言えない。輸出や生産の底打ちはまだ見えておらず、景況感も下げ止まっていないなど、景気の不透明感はまだまだ強い。景気は先行きも停滞感が残るとみるのが妥当だろう。

なお、今回の輸入減少幅はかなり大きく、景気対比でみても下げ過ぎの感は否めない。4-6 月期に反動増から高い伸びとなる可能性があるだろう。在庫変動についても、前述のとおり 4-6 月期には成長率下押し要因となる公算が大きい。4-6 月期には、1-3 月期とは逆に、輸入が成長率押し下げに

¹ GDP 統計では、季節調整のかけ直しや基礎統計の改定に伴い過去の値も毎回改定される。18 年 1-3 月期が前期比年率▲0.3%(改定前▲0.4%)、4-6 月期が+2.2%(同+1.9%)、7-9 月期が▲2.5%(同▲2.4%)、10-12 月期が+1.6%(同+1.9%)などとなった。大きな変更はなく、景気認識に変更を迫るものではなかった。

寄与する可能性もあるだろう。輸出に回復感がないなか、4-6月期がマイナス成長になる可能性も否定できないと考えている。

また、今回の結果はあくまで1次速報である。6月10日に公表される2次速報では、法人企業統計の結果等も踏まえて、今回予想上振れ要因となった設備投資と在庫変動を中心に改定が実施される。2次速報において成長率が下方修正される可能性が残っていることにも注意が必要である。

○景気後退認定は回避？

現在の景気が後退局面にあるかどうかはまだはっきりしない。景気の山谷の最終的な判定は、景気動向指数研究会における専門家の検討を経てなされる。判定に際しては景気動向指数をもとに作成されるヒストリカルD I が最重要視されるが、その他の要因も考慮され、総合的に判断される。GDP も判断の材料の一つであり、仮に今回のGDP がマイナス成長であれば、後退認定に向けて一步前進するところだった。もっとも、今回のGDP が（内容が悪いとはいえ）高成長となったことで、後退と認定される可能性はひとまず遠のいた。4-6月期の動向にもよるが、「製造業が調整局面にある一方で非製造業が踏みとどまっている」とみなされて、景気は辛うじて拡張局面が続いていると判断される可能性が高まったように思われる。

もっとも、景気が拡張局面であるか後退局面であるかは、あくまで定義上の問題である。仮に後退と認定されなかったとしても現在の景気が停滞していることは間違いないし、先行きも非常に不透明感が強い状況にある。景気はしばらく綱渡り状態が続く可能性が高いだろう。

○ 需要項目別の動向

個人消費は前期比▲0.1%と2四半期ぶりに減少した。気温が高かったことで衣料品の販売が低調だったことや自動車販売の不振等、耐久財や半耐久財消費が低調で足を引っ張った。雇用や賃金の緩やかな増加傾向は続いているが、消費者マインドが、相次ぐ食料品値上げ報道や消費増税への不安、景気の先行き不透明感の強まり等を背景としてこのところ悪化傾向にあることが、消費の抑制要因になっているようだ。個人消費は均してみれば緩やかな増加基調にあるとみているが、そのペースはかなり緩慢なものにとどまっている。

設備投資は前期比▲0.3%と減少した。10-12月期に前期比+2.5%と大幅に増加した反動の面が大きく、均してみれば増加傾向が持続しているとみられる。人手不足に対応した合理化・省力化投資の拡大、インバウンド対応等による建設投資需要の増加、根強い研究開発投資需要などが引き続き押し上げ要因になっているものと思われる。ただ、先行きについては懸念が残る。設備投資の先行指標である機械受注では、輸出の低迷や企業業績の悪化を背景として製造業の設備投資意欲に陰りが見えていたことが示されており、今後、製造業の設備投資が足を引っ張る可能性があるだろう。先行き、設備投資の増加ペースは鈍化していく可能性が高いと予想される。

公共投資は前期比+1.5%と、5四半期ぶりに増加に転じた。自然災害からの復旧・復興事業を中心とした2018年度第1次補正予算の効果がようやく顕在化し始めたものと思われる。これに加え、2018年度2次補正予算の執行も今後期待できることから、先行きも公共投資は景気の下支え要因となる可能性が高いだろう。また、住宅投資は前期比+1.1%と3四半期連続で増加した。持家を中心として消費税引き上げ前の駆け込み需要が発生したことが押し上げ要因になっているとみられる。そのほか、

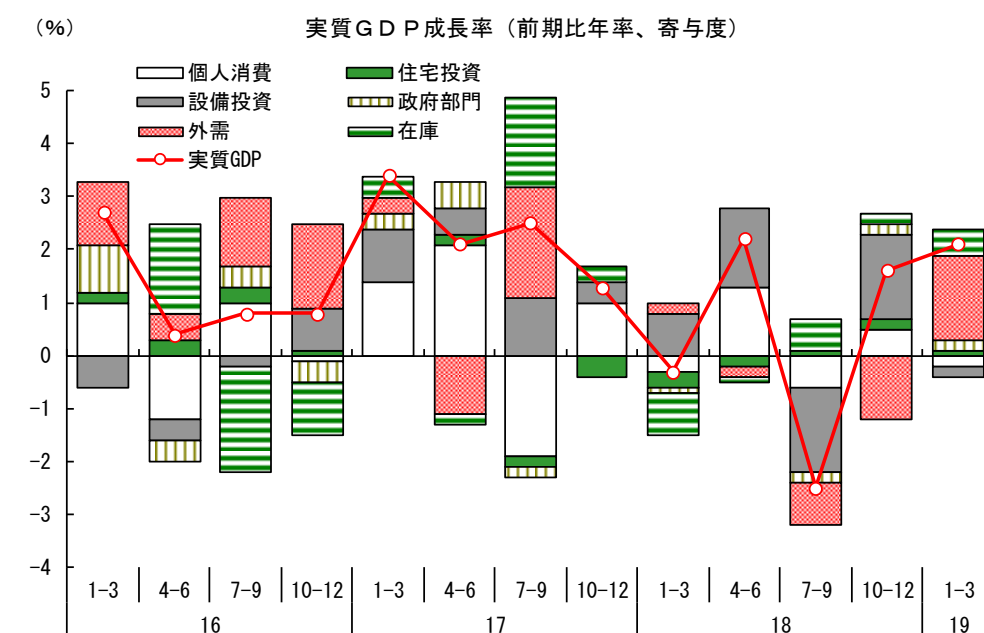
在庫投資は前期比寄与度で+0.1%Pt（前期比年率寄与度：+0.5%Pt）となった。1次速報段階では仮置きとなる原材料在庫と仕掛品在庫でマイナス寄与となったが、製品在庫と流通品在庫が増加し、成長率を押し上げた。

輸出は前期比▲2.4%と大きく減少した。海外景気の減速やIT部門の不振を背景に輸出は弱い動きとなっている。前年比でも▲2.7%と、16年1-3月期以来のマイナスに転じている。地域別では、米国向け、欧州向けは底堅く推移したが、中国やNIEs、ASEAN向けが弱く、足を引っ張った。財別では電気機械の落ち込みが大きい。一方、輸入は前期比▲4.6%と非常に大きな落ち込みとなった。内需が弱かったことに加え、10-12月期に前期比+3.0%と高い伸びだった反動が出たことも影響しているとみられる。輸出入ともに減少しているが、輸入の減少幅が輸出を大きく上回ったことから、外需寄与度は前期比+0.4%Pt（前期比年率+1.6%Pt）と、1-3月期のGDP成長率を大きく押し上げている。

○ 先行きも停滞感が残る公算大

このように、1-3月期は高成長となったが、内容は悪く、景気の停滞感が強いことを示す結果だった。先行きの景気についても停滞感が残る可能性が高いとみている。特に懸念されるのが輸出の動向だ。鍵を握る中国経済については、3月分の経済指標で持ち直しの動きがみられたものの、4月には再び落ち込むなど、まだ景気減速に歯止めがかかったとは言い難い状況にある。日本の主力輸出製品であるIT分野についても、世界的に在庫調整は道半ばで、まだ底打ち感が出ていない。輸出は当面伸びにくい状況が続く可能性が高い。設備投資については緩やかな増加傾向で推移する可能性が高いが、輸出の弱さが響くことで製造業を中心に伸びは鈍化する可能性が高いだろう。

個人消費の緩やかな回復傾向が続くとみられること、復旧・復興需要の顕在化に伴って公共投資の増加が見込まれること、住宅投資で駆け込み需要の影響が出ること等から家計・政府部門は持ち直しが期待できるものの、企業部門の弱さが今後も景気の足かせになる。当面、停滞感が残る展開を予想している。



（出所）内閣府「国民経済計算」

図表 実質GDPの推移

	18年 1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	19年 1-3月期	当社事前予想
実質GDP	▲ 0.1	0.5	▲ 0.6	0.4	0.5	▲ 0.0
(前期比年率)	▲ 0.3	2.2	▲ 2.5	1.6	2.1	▲ 0.2
内需寄与度	▲ 0.1	0.6	▲ 0.4	0.7	0.1	▲ 0.4
(うち民需)	▲ 0.1	0.6	▲ 0.4	0.6	0.1	▲ 0.5
(うち公需)	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1
外需寄与度	0.1	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.3	0.4	0.4
民間最終消費支出	▲ 0.1	0.6	▲ 0.3	0.2	▲ 0.1	▲ 0.2
民間住宅	▲ 2.4	▲ 2.1	0.8	1.4	1.1	0.8
民間企業設備	1.2	2.4	▲ 2.5	2.5	▲ 0.3	▲ 1.8
民間在庫変動(寄与度)	▲ 0.2	0.0	0.1	0.1	0.1	▲ 0.1
政府最終消費支出	0.3	0.1	0.2	0.7	▲ 0.2	0.1
公的固定資本形成	▲ 1.3	▲ 0.7	▲ 1.9	▲ 1.4	1.5	1.4
財貨・サービスの輸出	1.0	0.7	▲ 2.0	1.2	▲ 2.4	▲ 2.5
財貨・サービスの輸入	0.7	1.0	▲ 1.0	3.0	▲ 4.6	▲ 4.5
名目GDP	▲ 0.2	0.3	▲ 0.6	0.5	0.8	0.4
(前期比年率)	▲ 0.8	1.2	▲ 2.5	1.9	3.3	1.5
GDPデフレーター(前年比)	0.5	▲ 0.1	▲ 0.4	▲ 0.3	0.2	0.4

(出所) 内閣府「国民経済計算」

※断りの無い場合、前期比(%)

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所調査研究本部経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

