

日本経済：国内最終需要は堅調ながら、外需と在庫の落ち込みにより成長率は概ね横ばい（2019年7～9月期 GDP）

7～9月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.1%（年率+0.2%）と概ね横ばい。個人消費は小幅減速にとどまり、設備投資や住宅投資、公共投資は増勢を維持するなど国内最終需要は底堅く推移したが、輸出減と輸入増により純輸出（外需）のマイナス寄与が続き、民間在庫投資も成長を押し下げた。個人消費は駆け込み需要をサービスの反動落ちが相殺した形となったが思いのほか底堅く、10～12月期の落ち込みは景気の腰を折るほどにはならない見込み。輸出と在庫の持ち直しも期待され、10～12月期の成長率は比較的小幅なマイナスにとどまろう。

7～9月期実質 GDP は予想通り概ね横ばい

本日、発表された2019年7～9月期 GDP の1次速報値は、前期比+0.1%（年率+0.2%）となり、大方の予想通り4四半期連続の前期比プラス成長ながら成長ペースは大幅に鈍化した。1%程度とされる潜在成長率を下回ったという意味で、景気は消費増税を待たずに停滞していたことが確認された。

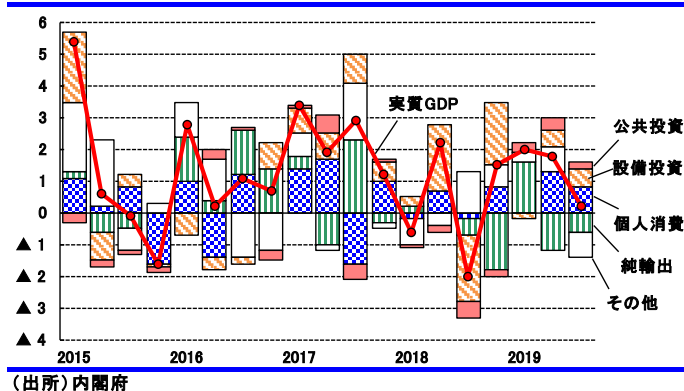
主な需要別に内訳を見ると、個人消費（4～6月期前期比+0.6%→7～9月期+0.4%）は消費増税前の駆け込み需要もあって小幅減速にとどまり（詳細後述）、民間企業の設備投資（+0.7%→+0.9%）は増勢を維持、住宅投資（+0.5%→+1.4%）も当社の予想に反して前期比プラスとなり、国内民間最終需要（+0.6%→+0.5%）は総じて堅調であった。また、公共投資（+2.1%→+0.8%）、政府消費（+1.2%→+0.5%）とも伸びこそ鈍化したものの拡大を継続、公的需要を含めても国内最終需要（+0.8%→+0.5%）は底堅かったと言える。

そうした中で、成長を押し下げたのは海外需要と民間在庫投資である。輸出（4～6月期前期比+0.5%→7～9月期▲0.7%）はインバウンドなどサービス分野の落ち込みによりマイナスに転じ、輸入（+2.1%→+0.2%）は駆け込み需要への対応が続き増加を維持したため、輸出から輸入を差し引いた純輸出（海外需要）は GDP 成長率に対してマイナス寄与（▲0.3%Pt→▲0.2%Pt）が続いた。また、民間在庫（▲0.1%Pt→▲0.3%Pt）は、原材料の減少が続き仕掛品を抑制、製品在庫が減少に転じたほか、流通品も抑制されるなど、消費増税後の景気停滞に備えた動きが成長を大きく押し下げた模様である。

個人消費はサービスの底堅さが下支え

個人消費が予想以上に底堅かった主因は、天候不順の影響を大きく受けたにもかかわらず半耐久財（4～6月期前期比0.1%→7～9月期+1.7%）が増勢を強めたことと、サービス（+0.3%→▲0.1%）において最大10連休となったゴールデンウィークの反動が思いのほか小さかったことである。半耐久財は9月に入って本格化した駆け込み需要で押し上げられたとみられる。また、耐久消費財（+4.6%→+3.2%）は、自動車や家電製品などでの駆け込み需要により堅調な拡大が続いた。

実質GDPの推移（季節調整値、前期比年率、%）



こうした状況を踏まえ、10～12月期の個人消費を展望すると、耐久財や非耐久財では駆け込み需要の反動落ちにより落ち込むことは間違いないだろう。ただ、一方で、7～9月期のサービス消費の落ち込みが想定したほどではなかったことは、個人消費の底堅さを示すものと評価できる。個人消費を支える雇用者報酬（サラリーマン所得の総額）は、名目で4～6月期の前年同期比+1.9%から7～9月期は+1.4%へ、物価上昇を除いた実質では+1.2%から+1.1%へ鈍化したものの、マクロ的に見れば消費増税に伴う物価上昇を概ね吸収できる程度の伸びは維持しているとも言える。さらに、政府による各種支援策の効果も考慮すれば、前回2014年の増税時ほどの落ち込み（前期比▲4.8%）が回避されることは言うまでもないが、景気の腰を折るほどの減少も避けられると見込まれる¹。

10～12月期は比較的小幅なマイナス成長を予想

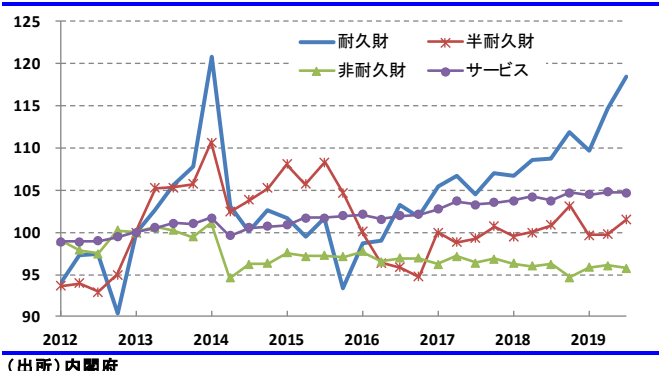
ただ、その他の国内民間需要について10～12月期を見通すと、先行指標の住宅着工が減少傾向にある住宅投資は減少に転じるとみられる。また、設備投資についても、先行指標の機械受注が7～9月期に再び前期比で減少に転じており、一旦は失速する可能性が高い。公的需要も、公共投資は昨年度の補正予算が出尽くし、今年度予算の前倒し効果が一巡すれば増勢は続かない。これらを合わせると、堅調だった国内最終需要に多くを期待できないところである。

そのため、10～12月期の実質GDP成長率は、外需（輸出－輸入）と民間在庫投資のマイナス寄与が続くかどうか焦点となる。輸出については、特に景気停滞が顕著な中国向けの先行きが注目されるが、背景となったスマートフォンや半導体など情報通信関連分野の調整は進んでいる模様であり、今後の持ち直しが期待される状況にある。また、米中貿易摩擦についても、未だ予断は許さないものの、12月にも何らかの合意に達する可能性が高まっており、一旦は景気への悪影響が緩和されそうである。また、サービス輸出の落ち込みに関しても、主因となった韓国からの旅行客減少は底入れの兆し²があり、10～12月期に限ればラグビーW杯効果がマイナスを相当程度打ち消すとみられる。そのため、外需がプラス寄与に転じる可能性は十分にある。

また、在庫投資については、2次速報の段階で修正される可能性はあるが、いずれにしても今回の大幅マイナス寄与が先行き不透明感に備えたものであるとすれば、消費増税後の国内需要動向が確認され、輸出に持ち直しの動きが見られれば、適度な水準に復していくと考えるのが自然である。

以上を踏まえ、10～12月期の実質GDP成長率について当社は、個人消費を中心とする国内最終需要の落ち込みを、外需と民間在庫の持ち直しがある程度カバーし、前期比年率で2%弱の比較的小幅なマイナスにとどまると現時点で想定している。

家計消費の形態別の推移（季節調整値、2013年Q1=100）



¹ 現時点で、10～12月期の個人消費は前期比で1%弱の減少にとどまると想定（実質）。

² 韓国からの訪日数（前年同月比）は、8月▲4.3%、9月▲13.9%、10月▲8.0%と底入れの兆し。