2019･2020 年度の経済見通し
～海外情勢悪化リスクを引きずるぜい弱な成長～

＜要旨＞

2019 年1～3月期の実質 GDP 成長率はプラスになったが、在庫積み上がりと輸入減少が主因であり、内需と輸出の合計が大幅に減少するなど、景気の実態は厳しい。中国景気の減速を背景に、製造業の輸出・生産活動が低迷し、景気動向指数の基調判断も 2013 年1月以来の「悪化」に引き下げられるなど、ここ数ヶ月で日本経済の悪材料が増えた。

一方で、①非製造業の事業活動は底堅く推移していること、②人手不足の下で家計所得の増加が個人消費を下支えることに加え、③中国の経済政策効果の発現により外需も 2019 年後半から持ち直すと見ることから、予測期間である 2020 年度までは日本経済のプラス成長が続く見通しである。

但し、想定通りに外需が回復しないリスクは高まっている。足元、米中貿易摩擦問題が深刻化しており、海外景気悪化などの外的ショックで、今後も景気後退局面に陥る可能性を抱えたぜい弱な成長が続く。

1. 2019 年1～3月期 GDP ―内需低迷が顕著

日本の 2019 年1～3月期の実質 GDP 成長率は、前期比年率＋2.1%と2四半期連続のプラス成長となった(図表1)。内需は、個人消費が前期比年率▲0.3%、設備投資が同▲1.2%で主要項目は何れもマイナス、後ろ向きと見られる民間在庫の積み上がりにより全体で辛うじてプラスとなった。一方で、外需は、輸出は大幅なマイナスであるが、控除項目の輸入が同▲17.2%と輸出以上に減少したことで、プラスになったに過ぎない。内需と輸出の合計は、大幅なマイナス寄与であった。GDP はプラスを確保したが、内容的には厳しい結果であった。

図表1 過去1年の実質 GDP と需要項目別伸び率

（前期比年率、%ポイント）

	2017	2018				2019	2019/1Q
	Ⅳ	Ⅰ	Ⅱ	Ⅲ	Ⅳ	Ⅰ	寄与度
実質GDP	＋ 1.3	▲ 0.3	＋ 2.2	▲ 2.5	＋ 1.6	＋ 2.1	＋ 2.1
個人消費	＋ 1.7	▲ 0.5	＋ 2.4	▲ 1.1	＋ 0.9	▲ 0.3	▲ 0.2
民間住宅投資	▲ 11.5	▲ 9.3	▲ 8.1	＋ 3.4	＋ 5.9	＋ 4.5	＋ 0.1
設備投資	＋ 2.3	＋ 5.1	＋ 9.8	▲ 9.7	＋ 10.3	▲ 1.2	▲ 0.2
民間在庫増減	－	－	－	－	－	－	＋ 0.5
政府消費	＋ 0.0	＋ 1.1	＋ 0.4	＋ 0.9	＋ 2.6	▲ 0.7	▲ 0.1
公共投資	＋ 0.1	▲ 5.0	▲ 2.6	▲ 7.3	▲ 5.6	＋ 6.2	＋ 0.3
輸出	＋ 8.1	＋ 3.9	＋ 2.8	▲ 7.9	＋ 4.8	▲ 9.4	▲ 1.8
（▲輸入）	＋ 9.0	＋ 3.0	＋ 4.2	▲ 4.1	＋ 12.7	▲ 17.2	＋ 3.4
内需＋輸出	－	－	－	－	－	－	▲ 1.4

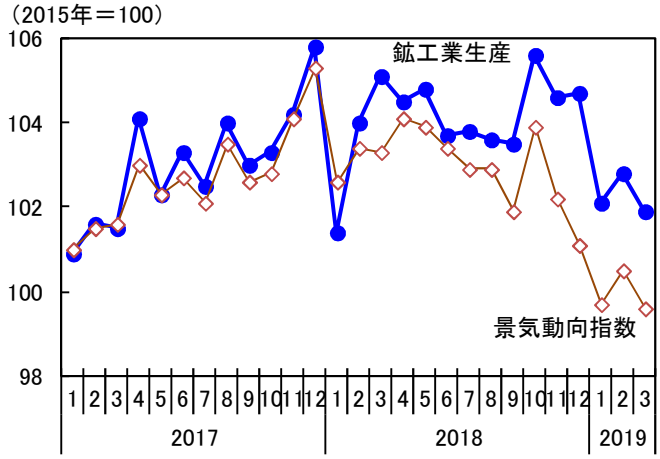
（資料）内閣府「四半期別 GDP 速報」

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

GDP より先に発表された景気動向指数は、年明け以降の輸出と生産の減少を受けて低下した。基調判断は、2018 年 12 月までの「足踏み」から 2019 年1月に「下方への局面変化」、そして3月には 2013 年1月以来の「悪化」に下方修正され(図表2)、戦後最長景気に黄信号が点灯している。

前回の経済見通し作成(調査月報 2019 年3月号)以降の3ヶ月間は、日本経済に関する悪材料が増えた期間であった。

図表2　鉱工業生産と景気動向指数(一致指数)



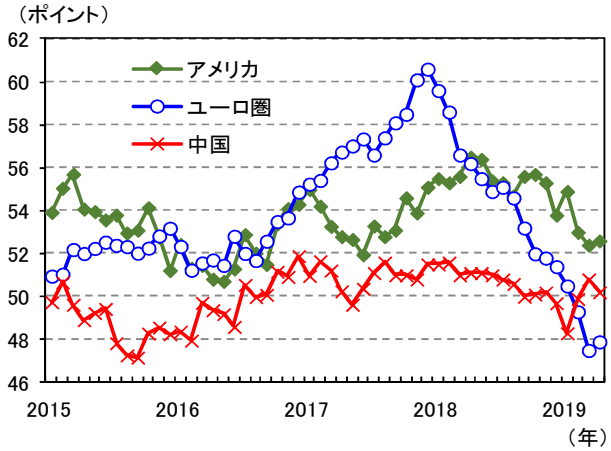
(資料)経済産業省、内閣府

2. 外需環境の現状と見通し　―海外景気悪化には歯止め、外需は緩やかに持ち直しへ

GDP の厳しい内容と景気動向指数の「悪化」判定は、いずれも海外景気悪化による輸出の減少とそれを受けた鉱工業生産の伸び悩みを反映している。

但し、今後を見通すと、海外景気悪化には歯止めがかかると見る。製造業 PMI 指数を見ると、欧米及び中国の主要地域は何れも前年は低下トレンドが目立ったが、米国はなお 50 を上回っており、中国も足元では 50 を若干上回る水準まで回復している(図表3)。中国製造業 PMI(完成品在庫)についても、18 年末の上昇から低下に向かっている(図表4)。

図表3　主要経済圏の製造業 PMI 指数



(資料)QuickFactset

図表4　中国製造業 PMI 指数(完成品在庫)

(資料)CEIC

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

中国経済は、輸出と生産が一進一退の動きを見せるが、個人向け･法人向け双方の減税、地方債の発行枠拡大とそれを通じたインフラ投資の後押し、中小企業向け貸出の促進など、矢継ぎ早に打ち出された経済政策の効果で徐々に持ち直していくと見込む。債務問題への気配りは残しているが、成長率6％割れを回避する政府の姿勢は明確であり、今後も景気の下振れリスクには、公表済み経済政策の実行ペースを速めるか、追加政策で臨むと見る。

米国経済は、2019年1～3月期の成長率が前期比年率＋3.2％の高い伸びを示し、今後も堅調を維持する見通しである。減税など政策効果の剥落のため、2020 年には＋1.9％まで拡大ペースは鈍化するものの、製造業の景況感が底堅い上に、雇用情勢が依然良好であるため、個人消費の拡大基調も維持されよう。

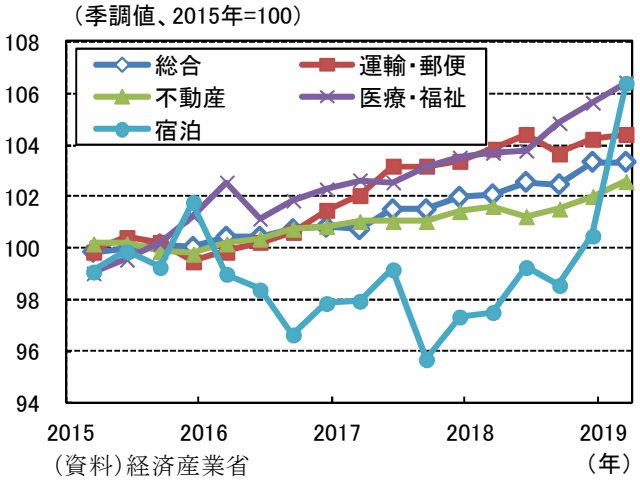
ユーロ圏経済は、製造業 PMI 指数が急落し、景気後退色が強まっている。中国景気減速の影響に加えて、ドイツの自動車の環境規制対応の遅れ、フランスの対政府デモ、イタリアの財政問題と金利上昇など各国固有のマイナス要因も重なった。更に英国の EU 離脱といったリスク要因も抱えている。今後も他経済圏より弱い動きを予想するが、中国景気が下げ止まればマイナス要因の一部は緩和に向かい、グローバル景気を大きく押し下げる材料にはならないだろう。

以上の外需環境から、日本の輸出は 2019 年度半ばから緩やかな回復に向かい、年度平均で見た財･サービスの輸出の伸び率は 2019 年度の前年比▲1.1％から 2020 年度は＋2.8％とプラスに転じると予想する。

3. 内需を巡る環境と見通し ―非製造業は堅調維持、外需に合わせて製造業も持ち直しへ

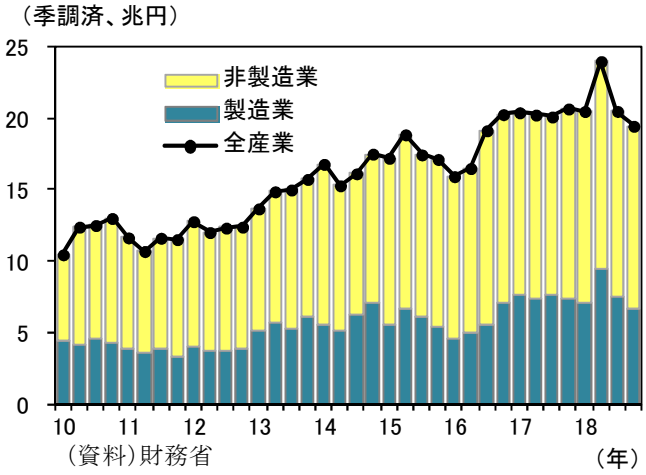
国内では、非製造業が堅調を維持している。第3次産業活動指数を見ると、運輸･郵便はｅコマース拡大への対応、不動産は主に東京オリンピックに向けた開発や堅調なオフィス賃貸市況の恩恵、宿泊はインバウンド需要増加への対応、医療･福祉は高齢化の進展などプラス要因も複数あり、底堅く推移している（図表5）。オリンピック効果を除いても、プラス効果が持続しそうである。

図表5 第3次産業活動指数



（資料）経済産業省

図表6 企業収益



（資料）財務省

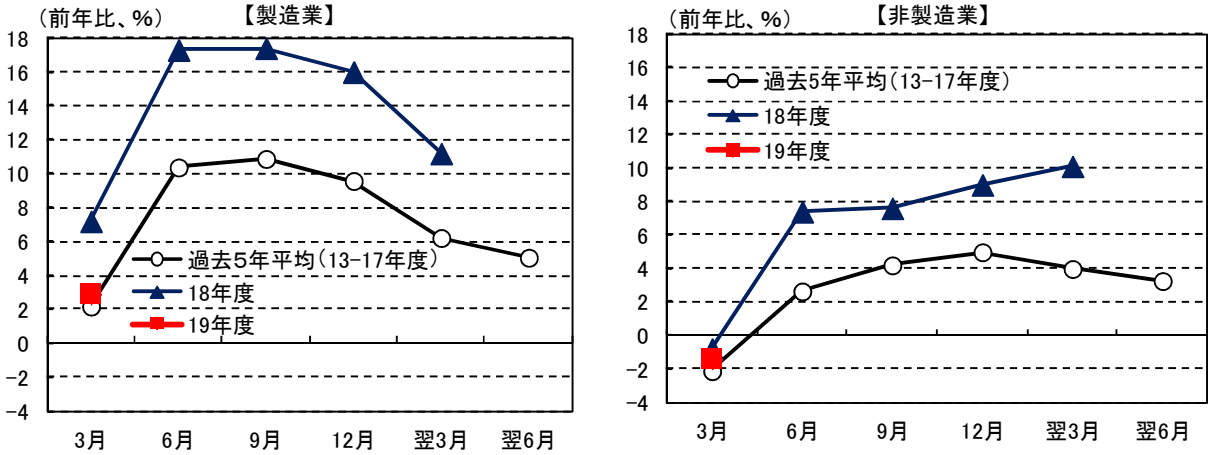
企業収益も、製造業の悪化を非製造業の好調が下支えし全体では小幅な悪化に留まっている（図表6）。先述の通り、引き続き非製造業が好調を維持し、外需の回復により製造業の輸出と生

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

産が持ち直すことで、今後も企業収益は大きくは落ち込まず、設備投資の増勢は維持されよう。

日銀短観の設備投資計画（全規模）を見ても、非製造業は、2018 年度計画が期中に上方修正された上に、伸び率は過去5年平均を大きく上回り、2019 年度も過去5年平均を上回っている（図表7）。製造業は、2018 年度計画が年後半に下方修正されたが、それでも過去5年平均の伸び率を上回り、2019 年度も過去平均並みの伸び率を維持している。企業は不確実性が高まる中で慎重姿勢を示しながらも、設備投資計画を縮小させるまでには至っていない。2019 年後半以降、輸出･生産が持ち直すのに伴い製造業を含めて設備投資は持ち直し、年度平均では、2019 年度＋0.9%、2020 年度＋1.1%と僅かながら伸び率が高まると予想する。

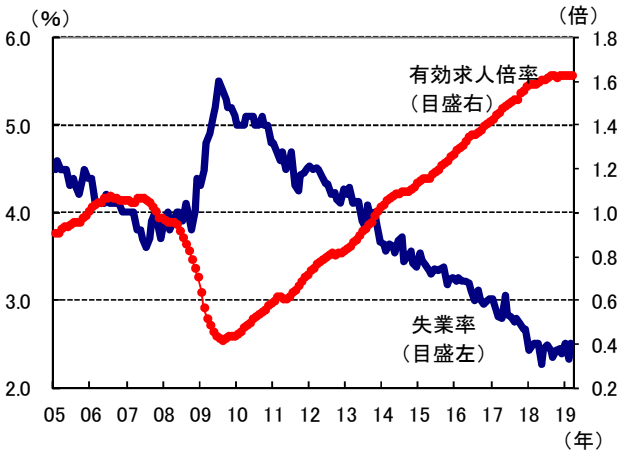
図表7 設備投資計画修正パターン（全規模）



（注）ソフトウェアを含む設備投資額（除く土地投資額）。翌6月は実績。
（資料）日本銀行

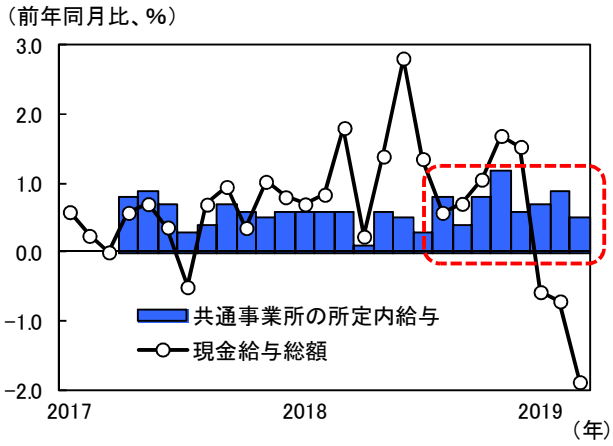
また、家計所得は緩やかに増加し、個人消費も堅調を維持すると見る。2019 年4月の失業率は 2.5%、有効求人倍率は 1.63 倍と、労働需給は依然タイトである(図表8)。毎月勤労統計の一人当たり現金給与総額が 2019 年以降マイナス基調となったのは、サンプル事業所入れ替えの影響や前年同月の特別給与支給の反動など一時的要因に因る（図表9）。入れ替え前後で共通の事業所サンプルで計算された所定内給与伸び率は概ね堅調であり 、賃金の上昇基調は続いていると判断している。

図表8 失業率と有効求人倍率



（資料）総務省、厚生労働省

図表9 共通サンプルで見た賃金上昇率

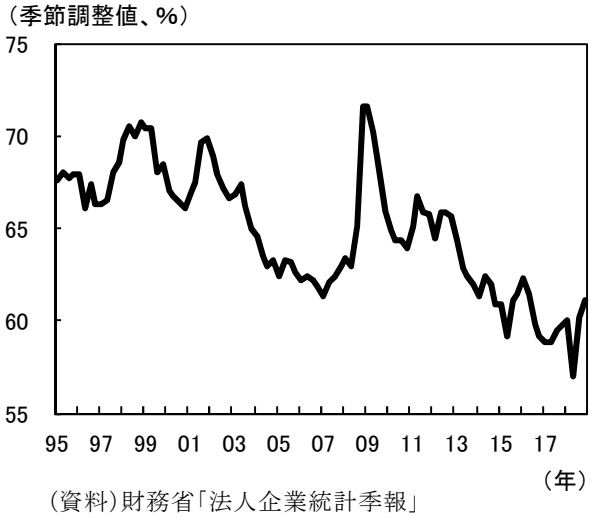


（注）「共通事業所の所定内給与」はサンプル入れ換え前後で共通の事業所のみで計算した値。「現金給与総額」は入れ替え影響込みの値。
（資料）厚生労働省「毎月勤労統計」

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

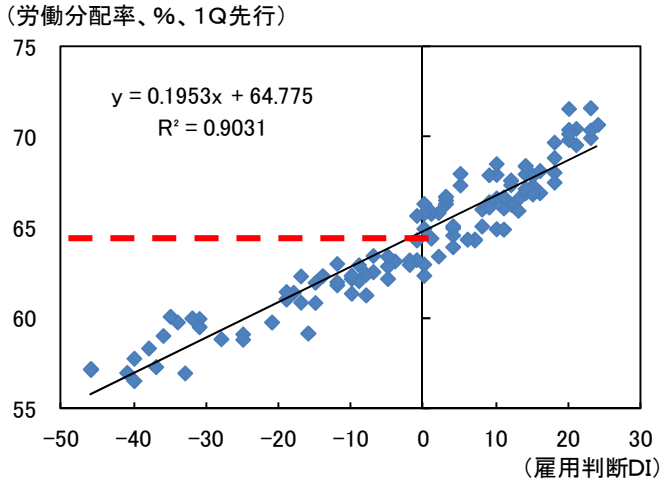
企業の人件費負担を測る目安となる労働分配率は、直近 60%強である(図表 10)。労働分配率と日銀短観の雇用判断DIの関係から、雇用の過不足感ゼロに見合う労働分配率は 64～65%となる(図表 11)。足元ではその水準を相当程度下回ることから、企業は人件費を増加させる余地を残しており、この点からも賃金上昇の流れは続くと予想する。

図表 10 労働分配率



(資料)財務省「法人企業統計季報」

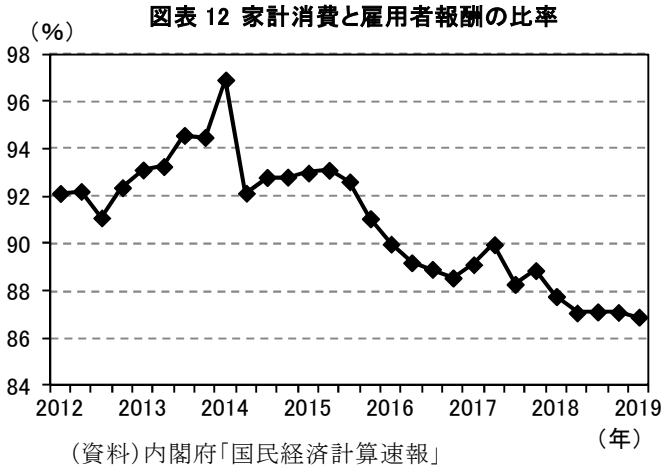
図表 11 労働分配率と雇用判断 DI の関係



(資料)財務省、日本銀行

今回の経済見通しでは、2019 年 10 月の消費税率引き上げを前提としている。2014 年4月の前回引上げ時と比べて、①引き上げ幅は2%と小さく、②軽減税率など十分すぎる程の経済政策が用意されており、③家計消費と雇用者報酬の比率で見た消費性向は、前回 2014 年4月の引き上げ前に上昇したが、今回は足元まで消費性向は横ばいで水準も低い(図表 12)。これらの材料を踏まえると、消費税増税前後の駆け込みと反動減は小さく短いものに終わると見る。この先の個人消費は、2019 年度＋0.1%、2020 年度＋0.5%と小幅なプラスを予想する。

図表 12 家計消費と雇用者報酬の比率



(資料)内閣府「国民経済計算速報」

4. 経済見通しのまとめ、物価･金利の見通し ー低成長下で物価は小幅上昇、金融政策は不変

以上、2020 年度までの日本経済見通しをまとめると、輸出は 2019 年度半ばから中国景気下げ止まりなどで緩やかな回復に転じ、設備投資と個人消費はプラスの伸びを続けよう。但し、米中貿易摩擦を中心とする海外要因に加えて、国内では 2019 年 10 月の消費税率引き上げの影響や

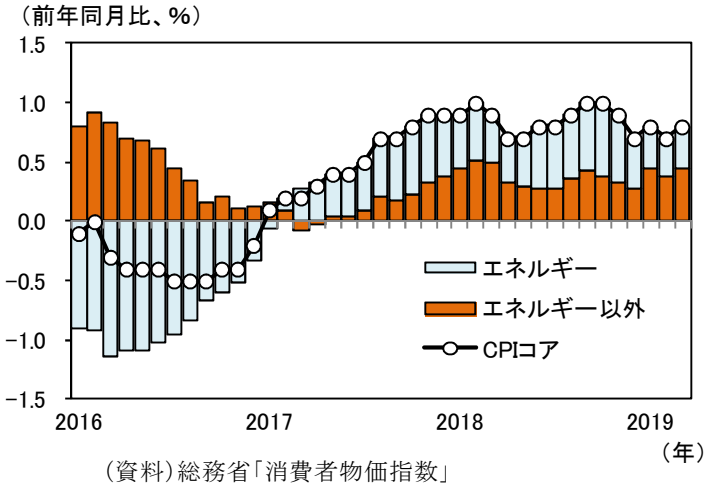
SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

2020 年東京オリンピック･パラリンピック終了後の景気に対する慎重な見方が残るため、内需の伸びは緩やかなものに留まるだろう。この他の需要項目は、足元で消費税率引き上げ前の駆け込みで増えている住宅投資はこの先減少に転じ、少子高齢化が進む中で 2020 年度まで減少基調が続くと見る。また公共投資は、東京オリンピック･パラリンピック関連の投資もあって 2019 年度は＋1.2%となるものの、2020 年度は投資一巡により▲0.2%となる。結果として日本の経済成長率は、2019 年度は＋0.6%、2020 年度は＋0.7%とプラスではあるが、0.5～1%程度とされる潜在成長率レンジの下限に近い、弱い成長ペースになると予想する。

この経済情勢下、物価上昇圧力は高まらず、消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）は、2019 年3月の前年同月比＋0.8%から、2020 年度も＋1%を下回る水準で推移する見通し（図表 13）。

また、この物価情勢では、日銀は金融政策の正常化を進められず、一方で、多少景気が下振れても、地銀収益へのマイナス影響など弊害の深刻化が危惧され追加緩和にも動けないだろう。結果として、10 年国債利回りのゼロ%程度という誘導水準と、±0.2%という変動許容幅も 2020 年度末まで変わらず、実際の 10 年国債利回りは変動許容幅を出ずに推移すると予想する。

図表 13 消費者物価（生鮮食品除く総合）上昇率の内訳



（資料）総務省「消費者物価指数」

5. リスク要因 ―外需環境が改善する想定が崩れる虞

以上の通り、基本的な日本経済のシナリオは、2019 年半ば頃から外需環境が改善することを想定している。ここ数ヶ月は、米中貿易摩擦問題があっても、中国政府による経済対策により、成長率の急低下は回避されるという当部の見通しに沿って推移していた。

しかしながら、2019 年5月上旬に、米国が追加関税率引き上げと対象拡大の方針を示したことで、中国の景気が失速して他地域にも伝播し、外需環境の改善という想定が崩れるリスクが高まった。2019 年1～3月期における米国の輸入を品目別で見ると、電気機械をはじめとして追加関税の対象となった品目の中国からの輸入額が顕著に減少した（次頁図表 14）。このことは、米国の追加関税率引き上げや対象拡大が中国の輸出に更なる下振れ圧力になることを示唆している。情勢次第で中国政府は追加経済対策も講じるであろうが、それでも下支えし切れない虞も出てきた。

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

図表 14 が示すように、中国からの輸入減少品目で他国からの輸入が増加していることは、米中貿易摩擦が日本にとってメリットにもなることを示している。しかし、2019 年1～3月期の日本の輸出が減少したように、中国向け輸出の減少を米国向けの中国代替輸出増加でカバーしきれない。加えて、周辺のアジア新興国の景気にも悪影響が及べば、日本からそれらの国への輸出も下振れる他、米中関係の悪化が内外金融市場の緊張を高めることを通じて世界各地の経済活動を萎縮させるなど、複数の波及ルートがあるため、悪影響の方が大きい。

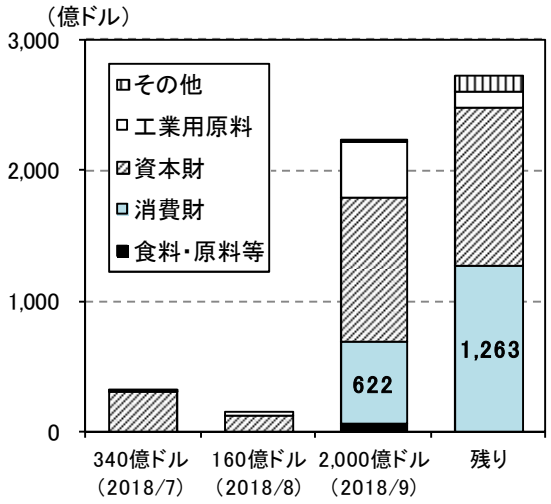
加えて追加関税は米国景気の下振れ要因にもなり得る。2018 年9月に 2,000 億ドルの輸入に対して 10%の追加関税をかけた際、600 億ドル強の輸入消費財も対象になった(図表 15)。2,000 億ドルの輸入に対する関税率が 10%から 25%に引き上げられると、その影響は約 2.5 倍になる。更に、残り全ての輸入が追加関税の対象になると、対象の消費財は新たに 1,200 億ドル以上増える。中国からの消費財輸入全てに 25%の追加関税がかかっても、関税コストは消費全体の 0.3%に過ぎないが、家電をはじめとする特定の品目に集中して影響が現れる可能性が高く、当該品目の価格上昇や消費マインド悪化を招き、米国景気の下押し圧力になる可能性もある(図表 16)。

図表 14　米国の輸入の動き(2019 年1～3月期)

品目名	輸入額伸び率(前年同期比、%)					2018年中国からの輸入金額(億ドル)
		中国からの輸入伸び率			他からの輸入伸び率	
			追加関税対象	非対象		
合計	▲ 0.1	▲ 13.9	▲ 24.2	▲ 3.0	3.5	5,395
電気機械、テレビ等	▲ 2.0	▲ 19.0	▲ 25.5	▲ 13.4	10.0	1,519
原子炉、ボイラー等	2.0	▲ 20.1	▲ 36.5	2.6	11.8	1,166
家具、寝具等	▲ 3.9	▲ 12.9	▲ 15.4	14.3	5.5	348
がん具、運動用具	▲ 9.0	▲ 13.0	－	▲ 13.0	4.7	267
プラスチック及びその製品	3.5	▲ 0.7	▲ 16.5	18.3	5.5	192
鉄道以外の車両	2.7	▲ 4.9	▲ 6.0	12.3	3.2	169
衣類(メリヤス編み)	6.2	1.4	－	1.4	8.0	148
履物等	4.6	▲ 1.8	－	▲ 1.8	12.4	141

(注)HTS コード上 2 桁で分類。内訳は輸入に占める上位品目。
シャドウのセルは追加関税対象となった品目を含む部門
(資料)米国国際貿易委員会

図表 15　財種類別の追加関税対象



(資料)米国国際貿易委員会

図表 16　消費主要項目別に見た消費財輸入の関税コスト

(億ドル/2018年)

個人消費支出の項目	中国からの輸入額	個人消費支出額	現在の関税コスト比率(注)	25%に引上げ後のコスト比率	輸入全額追加関税後コスト比率
家電	244	573	2.6%	6.6%	10.7%
旅行用品等	72	319	2.0%	5.0%	5.6%
家具類	388	1,998	1.3%	3.2%	4.9%
住宅用雑貨	43	322	0.8%	2.0%	3.3%
服飾用材料等	175	868	0.2%	0.6%	5.0%
娯楽品	145	670	0.3%	0.9%	5.4%
その他	840	134,734	0.01%	0.02%	0.2%
合計	1,907	139,485	0.05%	0.1%	0.3%

(注)関税コスト比率は、2018 年輸入額に関税率を乗じた値を消費支出額で除した値
(資料)米国国際貿易委員会

米中貿易摩擦が米国公表の最悪の方針で進むと、中国景気の想定以上の下振れ、その影響の拡大、更には米国景気の失速など外需が回復できず、国内景気が後退局面入りする可能性が高まる。

米中間の問題以外にも、Brexit が「合意なき離脱」となるリスクや、米国の経済制裁が完全実施されたイランを中心とする中東情勢など、ここしばらく沈静化していた事象が再び懸念材料となる可能性がある。こうしたリスクの顕在化によって、先行きの不確実性が高まったまま解消されなければ、企業は投資、家計は消費に対する姿勢を弱め、内需低迷が長期化することになる。2020 年度までは、弱いペースの成長しか望めない中で、下振れリスクも高いというぜい弱な期間を過ごすことになるだろう。

（経済調査チーム　花田 普：Hanada_Hiroshi2@smtb.jp）
（経済調査チーム　岩橋 淳樹：Iwahashi_Junki@smtb.jp）

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

総括表　2019・2020年度の経済見通し

（作成日：2019年5月24日）

	2019年度		2020年度		2019上	2019下	2020上	2020下
	実額	前年度比%	実額	前年度比%				
＜実質･2011年基準＞								
国内総支出	538.6	0.6	542.3	0.7	0.6	-0.4	0.6	0.6
					0.9	0.3	0.2	1.2
民間最終消費	300.5	0.1	301.9	0.5	0.8	-1.4	0.9	0.6
					0.9	-0.6	-0.5	1.4
民間住宅投資	15.2	-1.0	14.7	-3.4	-0.6	-3.1	-1.7	-0.5
					1.8	-3.7	-4.6	-2.2
民間設備投資	87.9	0.9	88.9	1.1	0.1	0.7	0.4	0.8
					1.2	0.7	1.1	1.2
民間在庫品増加(実額)	1.8	寄与度 0.0	-0.4	寄与度 0.0	-0.3	0.0	0.0	0.4
政府最終消費	108.0	0.7	108.9	0.8	0.1	0.4	0.4	0.4
					0.8	0.5	0.8	0.8
公的固定資本形成	25.3	1.2	25.2	-0.2	1.3	1.1	-0.2	-1.0
					0.1	2.1	1.3	-1.4
財貨･サービス輸出	91.6	-1.1	94.1	2.8	-1.1	1.0	1.6	1.4
					-2.2	-0.1	2.5	3.0
財貨･サービス輸入	90.0	-4.8	91.7	1.8	-4.6	-0.6	1.5	1.2
					-4.5	-5.1	0.8	2.7
内需寄与度	0.0	民需 -0.2	0.5	民需 0.4				
外需寄与度	0.7	公需 0.2	0.2	公需 0.1				
＜名　目＞								
国内総支出	555.0	0.9	559.8	0.9	0.7	-0.1	0.6	0.6
					1.3	0.6	0.5	1.2
ＧＤＰデフレーター	103.1	0.2	103.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.1
企業物価　＊(15年=100)	102.5	1.0	104.0	1.5	0.1	1.9	2.2	0.8
輸出物価　＊(15年=100)	94.6	-2.0	96.1	1.6	-2.9	-1.0	1.5	1.8
輸入物価　＊(15年=100)	93.7	-6.1	96.9	3.5	-7.3	-4.8	2.7	4.3
消費者物価　＊(15年=100)	102.0	0.7	102.6	0.6	0.6	0.9	0.8	0.3
鉱工業生産　＊(15年=100)	102.4	-1.3	103.4	1.0	-1.6	-0.9	0.9	1.1
失業率　(%)	2.4	0.0	2.5	0.1	2.4	2.5	2.5	2.6
雇用者数　＊(万人)	6,018	1.0	6,073	0.9	1.1	1.0	0.9	0.9
1人当雇用者報酬伸び率＊(%)	0.4	―	0.5	―	0.2	0.5	0.5	0.6
新設住宅着工戸数（万戸）	90.2	-5.4	88.5	-1.9	95.8	84.5	88.0	89.2
貿易収支　(10億円)	3,563	―	2,586	―	2,563	1,000	2,239	348
輸出　＊(10億円)	79,688	-0.8	82,694	3.8	-1.7	0.1	3.1	4.4
輸入　＊(10億円)	76,125	-4.4	80,108	5.2	-5.4	-3.4	4.2	6.2
第一次所得収支　(10億円)	21,852	―	22,746	―	11,559	10,294	12,076	10,671
経常収支　(10億円)	22,941	―	23,405	―	12,733	10,208	13,241	10,165
ﾏﾈｰｻﾌﾟﾗｲ ＊(M2､兆円)	1031.4	2.3	1054.5	2.2	2.3	2.3	2.3	2.2
ドル/円レート (円、期中平均)	111.3	―	112.1	―	111.1	111.5	111.9	112.3
輸入原油価格（ﾄﾞﾙ／ﾊﾞﾚﾙ）	69.0	―	70.0	―	67.9	70.0	70.0	70.0
米国実質GDP(10億ドル)	19,054	2.6	19,423	1.9	2.6	2.0	1.9	1.9

（注）GDP項目の実額の単位は兆円、半期別成長率は上段が季調済前期比、下段は前年同期比。内外需寄与度はGDP前期比に対するもの。
＊印は前年同期比、消費者物価は生鮮食品を除くベース。半期の住宅着工戸数は季調済年率。2019年10月に消費増税を見込む。
米国は暦年ベース、半期別成長率は年率換算。

（期間平均値）

	2019/4-6	7-9	10-12	2020/1-3	4-6	7-9	10-12	2021/1-3
コールレート(無担保･翌日)	-0.06	-0.06	-0.06	-0.06	-0.06	-0.06	-0.06	-0.06
10年国債利回り	-0.06	-0.03	-0.01	0.01	0.03	0.05	0.07	0.09
ドル/円レート	111.0	111.2	111.4	111.6	111.8	112.0	112.2	112.4