

2019・2020 年度の経済見通し

～正念場の日本経済、高まる景気下振れリスク～

<要旨>

2019年4～6月期の実質 GDP 成長率は、輸出の弱さからマイナス寄与となった外需を個人消費と設備投資などの内需が支え、前期比年率 1.8%のプラス成長となった。今回は改元に伴う大型連休や消費税率引き上げに伴う駆け込み需要が個人消費を押し上げた部分もあるが、今後も、輸出が弱い中でも、引き続き設備投資や個人消費が底堅く推移し、日本経済は内需主導で緩やかなプラス成長を維持できると予想する。

しかしながら、外需環境の更なる悪化による日本経済の下振れリスクは一段と高まっている。足元の海外情勢を見ると、世界的に貿易量が減少し製造業が不振となっている他、中国経済で景気政策効果の顕在化が遅れている。加えて、米中摩擦の更なる悪化、円高の進行、インバウンド消費の伸び率鈍化などのリスクがある。日本経済を巡る環境は、徐々に厳しさを増している。

1. 2019年4～6月期の景気動向 ー外需の弱さを内需が下支え

日本の 2019 年4～6月期の実質 GDP 成長率は、前期比年率+1.8%と3四半期連続のプラス成長であったが(図表1)、見かけほど景気の実態は強くない。輸出は▲0.2%と海外経済減速の影響を受けて2四半期連続で減少し、控除項目である輸入が+6.7%と前期の反発から増加したことで、外需はマイナス寄与となった。一方で、個人消費は+2.5%、設備投資は+6.1%の増加を示し、内需はプラス寄与となった。外需の弱さを内需が支えることでプラス成長を確保した。個人消費の増加には、改元に伴う大型連休での旅行サービス消費や消費税率引き上げ前の駆け込み需要に伴う一部の耐久財消費が、押し上げ要因として寄与した部分がある。

図表1 2019年4～6月期 GDP 成長率 需要項目別の内訳

(前期比年率%、寄与度%ポイント)

	2018		2019		2019/2Q 寄与度
	III	IV	I	II	
実質GDP	▲ 1.9	1.6	2.8	1.8	1.8
個人消費	▲ 0.5	1.5	0.4	2.5	1.4
民間住宅投資	3.1	5.5	2.3	1.0	0.0
設備投資	▲ 10.0	11.4	1.7	6.1	1.0
民間在庫変動	—	—	—	—	▲ 0.3
政府消費	1.0	2.9	▲ 0.3	3.8	0.7
公共投資	▲ 7.1	▲ 5.1	5.6	4.0	0.2
輸出	▲ 8.2	4.9	▲ 7.6	▲ 0.2	0.0
(▲ 輸入)	▲ 4.6	15.4	▲ 16.0	6.7	▲ 1.2
内需	▲ 1.2	3.3	1.1	3.0	3.0
外需	—	—	—	—	▲ 1.2

(資料)内閣府『四半期別 GDP 速報』

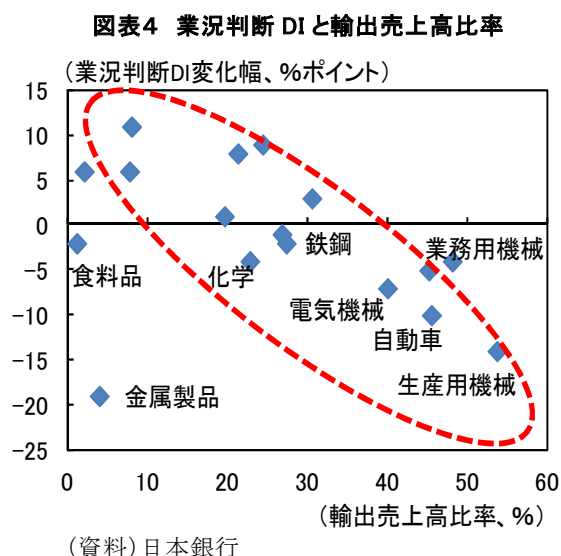
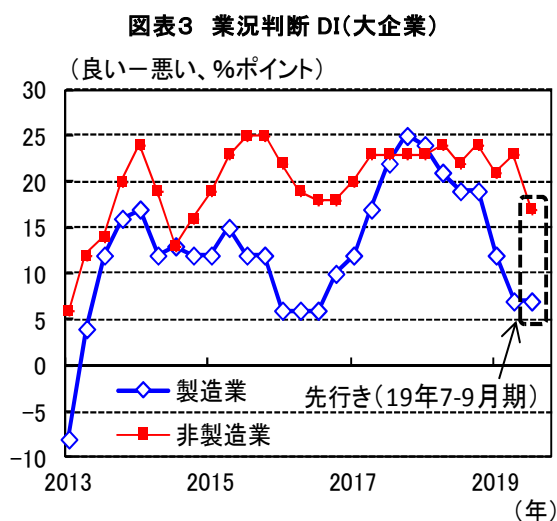
同期間の景気動向指数は、一致指数が下げ止まったことで基調判断は「悪化」から「下げ止まり」に上方修正されたが、先行指数は低下を続けている(図表2)。海外景気減速の影響を受けた輸出の減少で在庫が増加している他、消費税率引き上げを前に消費者マインドが悪化していることなどが要因である。このように、4～6月期の経済指標は、国内景気悪化に歯止めがかかったかに見えるが、先行きに対する慎重な見方はなお必要と考えられる。以下では、4～6月期の成長率を支えた内需の現状と見通しを述べる。



2. 日本経済の現状と見通し ― 製造業の弱さを非製造業が下支え、内需の拡大は続く

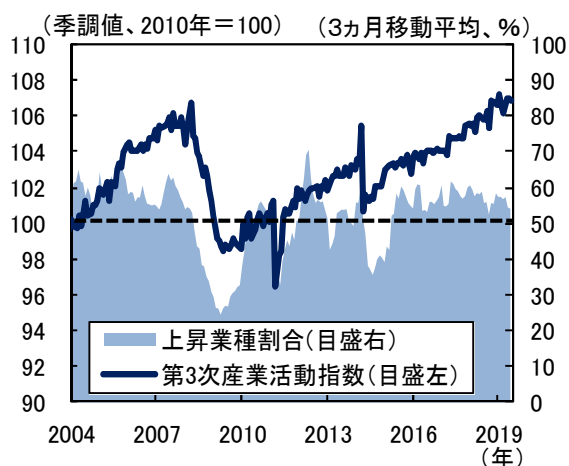
(企業を巡る環境)

国内では、輸出の弱さを受けて製造業が減速している。日銀短観の業況判断 DI(6月調査)では、製造業が前回調査に続き大きく悪化した(図表3)。製造業の業種別の動きを見ると、生産用機械や自動車、電気機械などの輸出依存度(輸出売上高比率)の高い業種ほど業況判断 DI が悪化しており(図表4)、海外経済減速の影響が国内製造業の減速に影響を与えている。



一方の非製造業は底堅く推移する。第3次産業(サービス産業)活動指数は、全業種の50%超で前年同月比プラスを示し、上昇基調を維持している(図表5)。内訳を見ると、事業所向けサービスでは、「製造業依存型」が伸び悩んでいるが、「非製造業依存型」は上昇基調にある(図表6)。個人向けサービスでは、外食や生活娯楽、自動車小売などの「嗜好的」は足元で弱含んでいるが、飲食料品小売や住宅賃貸、医療・福祉などの経済環境に左右されにくい「非選択的」は上昇基調を続けている。非製造業は、一部に製造業減速や家計の節約的な動きの影響も見られるが、総じて底堅いと言える。

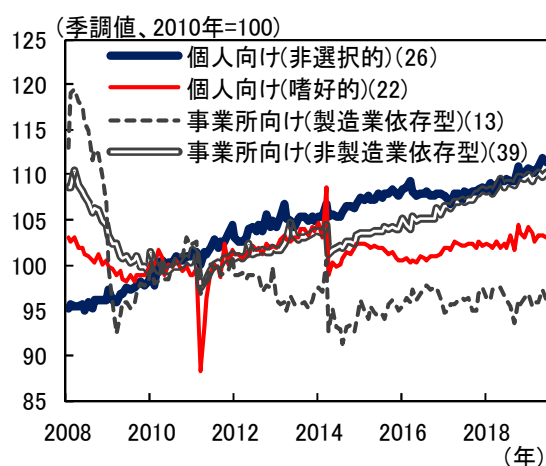
図表5 第3次産業活動指数と上昇業種割合



(注) 上昇業種割合は業種分類の最小単位、前年同月比伸び率で集計。

(資料) 経済産業省

図表6 第3次産業活動指数の詳細

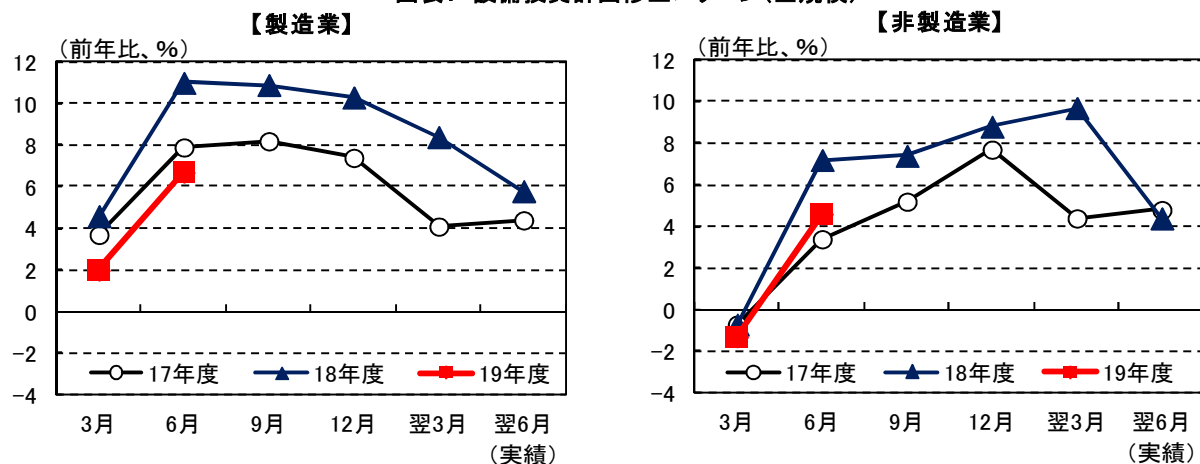


(注) 括弧内の数字は全体(100)に占めるウェイト。個人向けは、生活必需的な非選択的サービスと選択性の強い嗜好的サービスに分類される。

(資料) 経済産業省

設備投資は、輸出・生産が弱い中でも、[前回の経済見通し](#)作成時(調査月報 2019年6月号)の想定を上回る底堅さで伸びている。日銀短観の設備投資計画(全規模)でも、製造業と非製造業ともに2018年度計画は下回るものの、2017年度並みの計画を示している(図表7)。景気の不確実性の高まりや東京オリンピックに向けたインバウンド対応投資の一巡、資本ストックの積み上がりなどを要因に減速するも、引き続き人手不足に伴う効率化・省力化投資や5G・自動運転などの新技術関連投資などが下支えし、増加基調を続けると見る。

図表7 設備投資計画修正パターン(全規模)

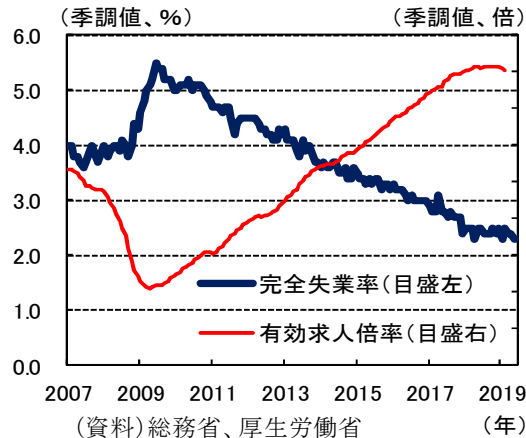
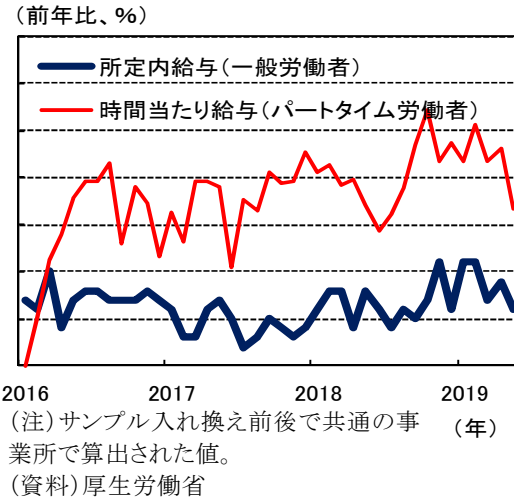


(注) ソフトウェア・研究開発を含む設備投資額(除く土地投資額)の値。

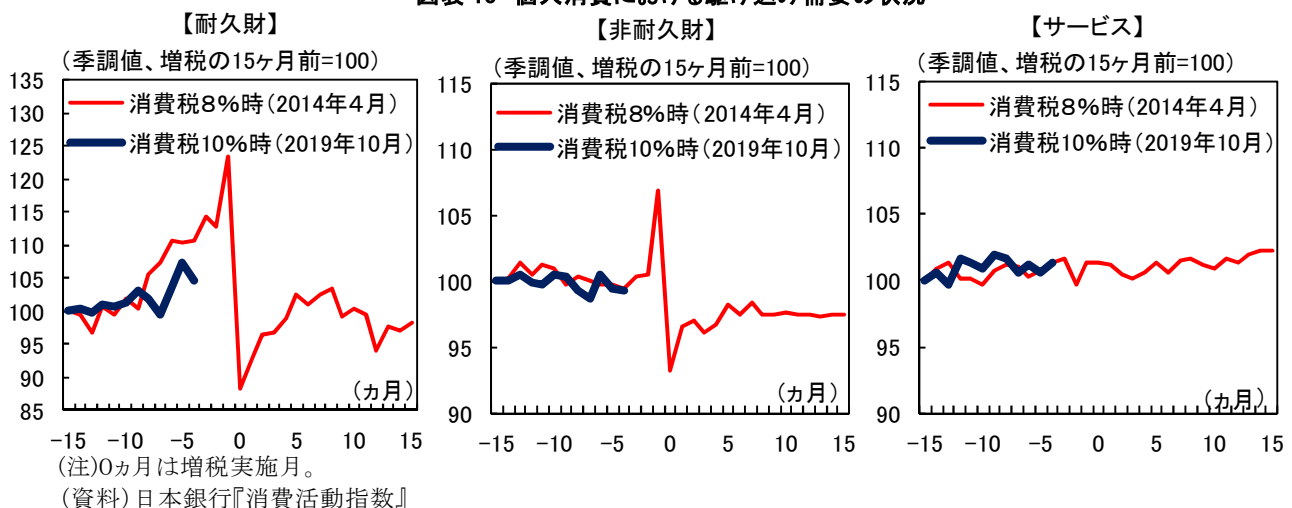
(資料) 日本銀行『全国企業短期経済観測調査』

(家計を巡る環境)

労働市場では、有効求人倍率が1.6倍超の水準を維持し、失業率も2.5%を下回る水準まで低下しており、需給逼迫の状態が続いている(図表8)。それに伴い、一般労働者の所定内給与およびパートタイム労働者の時間当たり給与は増加しており(図表9)、所得の増加基調も維持されている。また最低賃金の引き上げもパートタイム労働者を中心に所得の押し上げ要因となろう。

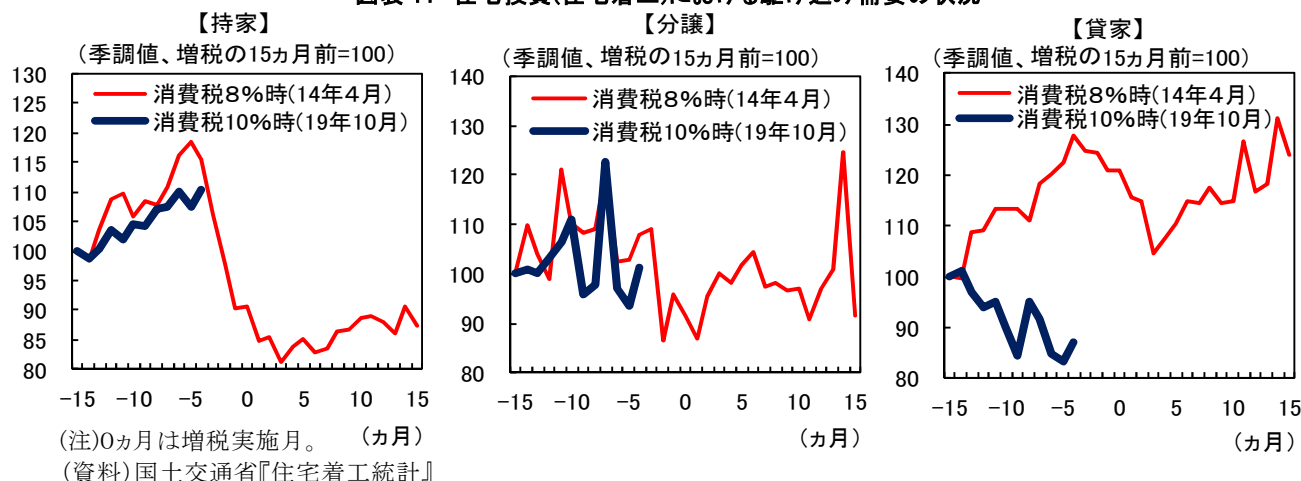
図表8 失業率と有効求人倍率**図表9 共通事業所の賃金上昇率**

足元、家計の支出動向には、2019年10月の消費税10%への増税を前にした駆け込み需要が顕在化し始めている。個人消費では、自動車や家電などの耐久財で需要増加が見られる(図表10)。一部、パソコン OS ソフトのサポート期限到来に伴う買い替え需要が重なっていることも寄与していると考えられる。但し、駆け込み需要の規模そのものは、前回よりも小さい。引き続き2019年7～9月期も耐久財の他、非耐久財で駆け込み需要の発生を見込むが、足元の動きを見る限り、その規模は前回よりも小さいと予想する。

図表10 個人消費における駆け込み需要の状況

住宅投資では持家や戸建を中心とした分譲で駆け込み需要が見られる(次頁図表11)。しかし、前回駆け込みが見られた貸家では、相続税対策ニーズの一服や貸家向けの不正融資問題を受けた金融機関の貸出態度厳格化などから、むしろ減少傾向にある。その結果、持家と分譲の増加を貸家の減少が相殺し、住宅市場全体では駆け込み需要は限定的となっている。

図表 11 住宅投資(住宅着工)における駆け込み需要の状況



今回の消費税率引き上げには、多くの影響緩和策が準備されている(図表 12)。そのような政策パッケージの存在や、前回に比べて引き上げ幅が小さいこと、また足元の駆け込み需要の規模も小さいことを踏まえると、個人消費と住宅投資ともに前回よりは駆け込み需要と反動減の山・谷は小さく、緩やかな消費の増加基調を転換させるには至らないであろう。

図表 12 主な消費税率引き上げに対する影響緩和策

家計負担軽減 /消費刺激	① 飲食料品等に係る消費税率を8%に据置く軽減税率の導入
	② 住民税非課税者や子育て世代へプレミアム付商品券を発行・販売
	③ 自動車税の税率引き下げ
	④ キャッシュレス決済へのポイント還元制度の導入
	⑤ 幼児教育・高等教育無償化
	⑥ 年金生活者支援給付金
	⑦ 低所得高齢者の介護保険料軽減
住宅購入支援	⑧ 住宅ローン減税の拡充
	⑨ すまい給付金の拡充

(資料)内閣府

以上を踏まえると、海外経済の減速で輸出の弱さが続く中でも、設備投資は底堅く推移し、家計所得環境の改善が続くことで個人消費も増加基調を保つと見られることから、内需の拡大によって日本経済全体は緩やかなプラス成長を維持できると予想する。日本の経済成長率は、2019年度+0.6%(内需寄与度+0.7%ポイント)、2020年度+0.6%(同+0.6%ポイント)と予測する。

3. 高まる外需の下振れリスク

しかしながら、外需の下振れリスクは一段と高まっている。日本の内需の伸びは緩やかなペースに留まるため、外需環境が悪化すると輸出の減少や国内企業・家計のマインド悪化などで、内需の伸びも容易に鈍化してしまう。言い換えれば、内需の緩やかな拡大が続くためには、外需環境が現状よりも大幅に悪化せず、外需から内需へ悪影響の波及が生じないことが前提となる。この観点から外需環境について確認する。

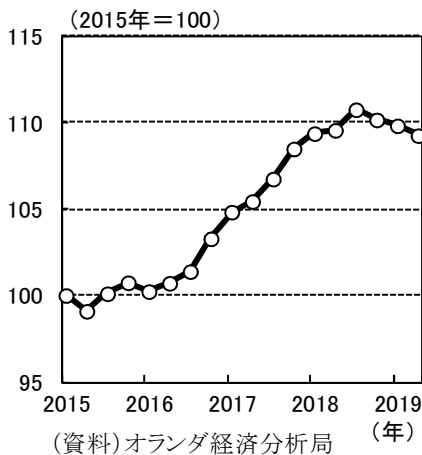
(世界的な貿易量と製造業の不振)

米中摩擦や欧州・中国の景気減速の影響で世界的に貿易量が減少傾向にある(次頁図表 13)。

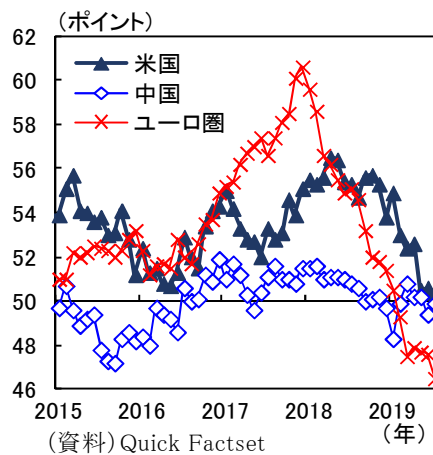
それを受け、主要経済圏の製造業 PMI は低下しており、ユーロ圏・中国は景気の境目である「50」を下回っている(図表 14)。サービス業 PMI は各国とも「50」を上回っており(図表 15)、世界的に製造業の不振を非製造業が支える構図になっているが、製造業の不振が長期化、深刻化することは、その悪影響が徐々に非製造業に及ぶ可能性が高まっていることを意味する。

この点は、なお堅調な成長を続ける米国も同様である。米国経済は、2019 年4～6月期の経済成長率が前期比年率+2.1%と1～3月期から大きく減速した。米中摩擦の影響で輸出が低迷し、製造業中心に設備投資が減少したことが要因である。依然、雇用情勢は良好で個人消費は底堅く推移しており、当面は2%弱の潜在成長率程度か、それ以上の成長ペースを維持できると見るが、製造業の不振が非製造業へ波及するリスクは高まっている。

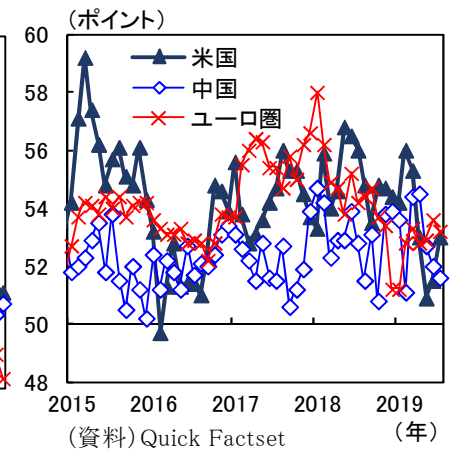
図表 13 世界の貿易量



図表 14 製造業 PMI 指数



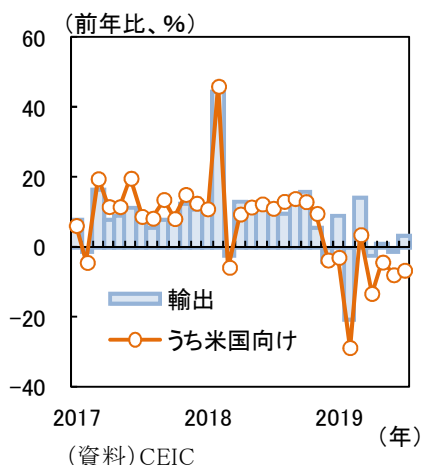
図表 15 サービス業 PMI 指数



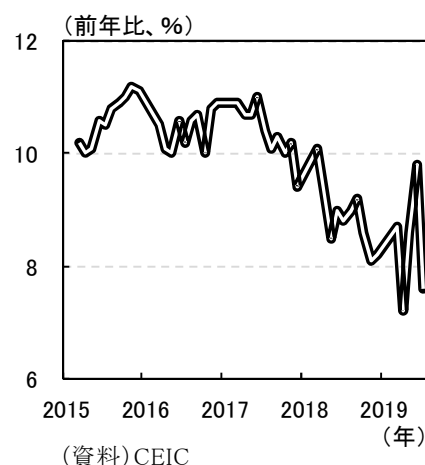
(中国経済の減速)

一方、中国経済は、企業債務の増加を抑制するデレバレッジ政策に、米中貿易摩擦が重なったことを主因として減速しており、未だにその状態から脱していない。2019 年4～6月期の経済成長率は前年同期比+6.2%と、四半期統計発表(1992 年)以来最低となった。対米輸出の減少で輸出が弱い動きを示したことが主因である(図表 16)。消費は、振れを均してみると、伸び率の減速傾向が止まったが、持ち直しには未だ遠い(図表 17)。また、固定資産投資は、製造業の伸びが小幅ながら回復に向かっているが、全体の伸びは減速を続けている(図表 18)。2019 年3月に発表された景気対策効果の顕在化が遅れていることが窺える。

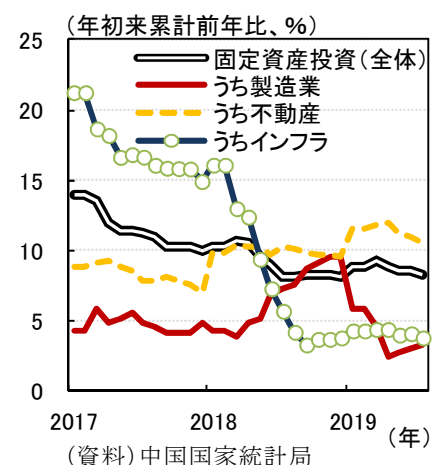
図表 16 中国の輸出



図表 17 中国の社会消費財小売総額



図表 18 中国の固定資産投資



(米中摩擦の悪化)

そして、これまで緊張と緩和と繰り返してきた米中関係が再び悪化していることは、現状弱いままの中国景気を更に下振れさせる要因となり得る。8月初旬には、米国が3000億ドル相当の中国製品に対する制裁関税を発表し、中国も報復として米国産農産物の輸入停止を発表した。更に、元レートが1ドル＝7元超まで元安が進んだことで、米国は元安誘導をしているとし中国を為替操作国へ認定した。米中間の争点は①米国の対中貿易赤字と②ハイテク技術の覇権争いに、③通貨安が明示的に加わり、米中関係の悪化は深刻度を増した。一連の問題が悪化すれば、中国輸出の下押しという直接的な悪影響に留まらず、先行き不透明感の一段の高まりで、日本を含む各国の貿易や設備投資、消費を減らすという間接的な悪影響を広範囲に拡散させる。

(円高の進行)

円高が日本の景気に悪影響を及ぼすリスクも高まっている。米中摩擦に加えて、イラン情勢の悪化、英国のEU離脱問題の政治的混迷などから、金融市場はボラタイルな動きを見せ、リスクオフに傾きやすい情勢にある。加えて、世界では景気後退懸念から米連邦準備制度(FRB)や欧州中央銀行(ECB)を始め各国中央銀行の金融政策スタンスは引き締めから緩和へ移行している。これに対して、日本では、既に長短金利がマイナス圏にあり、更なる利下げが金融機関の収益悪化を通じ金融システムを不安定化させる副作用をもたらすことなどから、追加の金融緩和余地は限定的であり、その結果として内外金利差は縮小しやすい。政治・地政学的リスクによる金融市場のリスクオフ傾斜と、内外金利差の縮小という双方の要因で、ドル円レートは円高が進みやすい状況にある。海外経済減速に円高進行が加わることで、日本の輸出・生産は厳しさを増し、製造業を中心とした企業収益が更に下押しされる可能性が高まっている。

(インバウンド消費の伸び率鈍化)

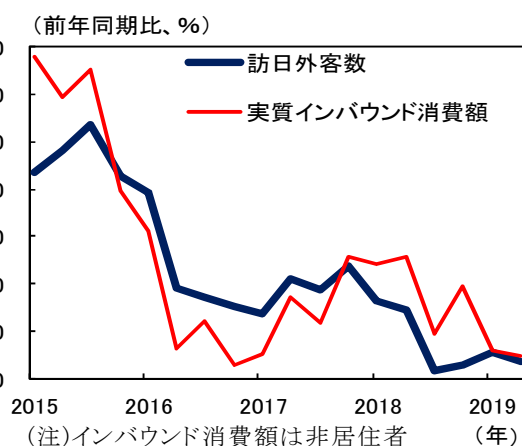
インバウンド消費の下押し圧力も強まっている。2018年後半からの元徴用工訴訟を巡る日韓関係の悪化により、訪日韓国入客が減少し始めたことで訪日外客数全体の伸び率も鈍化しており(図表19)、インバウンド消費の伸び率は減速している(図表20)。日韓関係の悪化に加えて、円高の進行や香港でのデモ隊による空港閉鎖なども訪日外客数の減少要因となり、インバウンド消費の伸びは更に鈍化する可能性が高い。

図表19 訪日外客数の内訳

	19年1～7月計 (人)	前年比(%) /寄与度(%ポイント)
総数	19,624,800	4.8
中国	5,583,000	3.5
韓国	4,424,400	-1.1
台湾	2,940,100	-0.1
香港	1,314,700	-0.1
米国	1,032,000	0.6
タイ	756,800	0.4
豪州	361,800	0.2
フィリピン	332,900	0.2
ベトナム	294,000	0.4
その他	2,585,100	1.0

(資料) 日本政府観光局

図表20 訪日外客数とインバウンド消費



日本経済が内需主導での緩やかな成長を維持できるかは、海外経済情勢の悪化による輸出・生産の減少が、内需の減少にまで波及するかに左右される。海外では米中摩擦が悪化している他、円高の進行、インバウンド消費の更なる伸び率鈍化など外需の潜在的な下振れリスクが複数出てきている。こうしたリスクが顕在化すると、企業収益の悪化を通じて新規雇用・賃上げの抑制、消費意欲の低下へと波及することになろう。日本経済を巡る環境は、徐々に厳しさを増している。

(調査部 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8月23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	542.1	0.6	0.8 1.4	-1.0 -0.2	0.7 -0.3	0.8 1.5
民間最終消費	301.2	0.3	301.6	0.2	1.1 1.5	-1.9 -0.8	0.8 -1.1	0.7 1.5
民間住宅投資	15.4	0.4	15.0	-2.8	0.6 2.6	-2.3 -1.7	-1.6 -3.9	-0.1 -1.8
民間設備投資	90.1	3.1	91.5	1.6	2.0 3.7	0.6 2.6	1.0 1.5	0.7 1.6
民間在庫品増加(実額)	-0.4	寄与度 -0.4	0.6	寄与度 0.2	0.6	-1.5	-0.2	1.4
政府最終消費	109.1	1.6	110.0	0.8	1.0 1.8	0.4 1.4	0.4 0.8	0.4 0.8
公的固定資本形成	25.4	2.0	25.6	0.6	2.0 0.8	1.2 2.9	0.0 1.5	0.1 -0.2
財貨・サービス輸出	91.7	-1.2	92.7	1.1	-1.0 -1.8	0.3 -0.7	0.6 1.0	0.6 1.3
財貨・サービス輸入	94.0	-0.7	95.0	1.1	-0.2 0.6	-1.6 -1.8	1.3 -0.4	1.2 2.5
内需寄与度	0.7	民需 0.2	0.6	民需 0.4				
外需寄与度	-0.1	公需 0.4	0.0	公需 0.2				
<名目>								
国内総支出	555.4	0.9	560.4	0.9	1.1 1.8	-1.1 0.0	1.2 0.1	0.5 1.7
GDPデフレーター	103.1	0.3	103.4	0.3	0.4	0.2	0.3	0.2
企業物価 * (15年=100)	102.4	0.9	103.4	1.0	0.8	1.0	1.0	1.0
輸出物価 * (15年=100)	96.5	0.1	97.4	0.9	-0.7	0.8	0.9	0.9
輸入物価 * (15年=100)	94.8	-4.9	93.2	-1.7	-4.1	-5.8	-3.2	0.0
消費者物価 * (15年=100)	101.8	0.6	102.5	0.6	0.5	0.7	0.7	0.5
鉱工業生産 * (15年=100)	102.0	-1.7	103.0	1.0	-1.5	-1.8	-0.2	2.1
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	6,069	0.9	1.1	1.0	0.9	0.8
1人当雇用者報酬伸び率*(%)	0.6	—	0.6	—	0.8	0.5	0.5	0.7
新設住宅着工戸数 (万戸)	89.4	-6.2	87.1	-2.6	90.9	87.8	87.2	86.9
貿易収支 (10億円)	-1,161	—	-2,213	—	19	-1,180	169	-2,382
輸出 * (10億円)	76,329	-5.0	75,468	-1.1	-5.0	-5.0	-2.1	-0.2
輸入 * (10億円)	77,491	-2.7	77,681	0.2	-2.3	-3.1	-2.5	2.9
第一次所得収支 (10億円)	21,151	—	21,665	—	11,269	9,882	11,467	10,198
経常収支 (10億円)	18,551	—	17,575	—	10,550	8,001	10,616	6,959
マネーサプライ * (M2、兆円)	1031.9	2.3	1054.5	2.2	2.4	2.3	2.2	2.2
ドル/円レート (円、期中平均)	107.3	—	105.5	—	108.5	106.2	105.6	105.5
輸入原油価格 (ドル/バレル)	68.5	—	69.6	—	70.0	67.1	68.7	70.4
米国実質GDP (10億ドル)	19,063	2.3	19,402	1.8	2.3	1.9	1.8	1.7

(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	-0.07	-0.18	-0.20	-0.20	-0.20	-0.19	-0.16	-0.14
ドル/円レート	109.9	107.1	106.3	106.0	105.7	105.5	105.5	105.5

→予測