

2019・2020年度の経済見通し

～プラス成長は続くも、国内景気は減速～

<要旨>

2019年7～9月期の実質GDPは4四半期連続のプラス成長となったが、成長率は前期比年率+0.2%と低いものに留まった。消費税引上げ前の駆け込み需要が小さかったことに加えて、海外経済減速などを背景に財・サービス輸出が減少したことによる。外需のマイナスを内需が支える構図は辛うじて保たれたが、国内景気の減速が続いていることを示す結果であった。

先行き、個人消費と設備投資は増加基調を維持し内需が日本経済のプラス成長を支える姿も維持されるが、その力はさほど強くないため、年度平均で見た成長率は2019年度から2020年度にかけて低下すると見込む。

更に、最近では緊張緩和に向かっている米中関係が再び悪化に転じるなど、内外の経済金融情勢を悪化させるリスク要因は複数残っている。この先も、海外発の景気下振れリスクを意識せざるを得ない状態が続くだろう。

1. 2019年7～9月期の景気動向 — 国内景気の弱さを示す結果

2019年7～9月期の実質GDPは、4四半期連続のプラス成長となったが、その成長率は前期比年率+0.2%と低いものに留まった(図表1)。輸出が同▲2.6%となり、外需はマイナス寄与となった。海外経済減速で財輸出が低調であったことに加え、インバウンド消費¹の減少などでサービス輸出がマイナスになったことが影響した。国内では、民間在庫の調整が内需を下押しした。一方で、個人消費は同+1.4%と消費税引上げ前の駆け込み需要も含めてであるが増加を保ち、設備投資も同+3.5%と底堅く推移して、内需はプラス寄与を維持した。その結果、外需のマイナスを内需が支える構図は辛うじて保たれたが、国内景気の減速が続いていることを示す結果であった。以下では日本の内需・外需を巡る環境と見通し、そのリスク要因について述べる。

図表1 2019年7～9月期 GDP 成長率 需要項目別の内訳

	2014	2018		2019			2019
	I	III	IV	I	II	III	III
実質GDP	3.9	▲ 2.0	1.5	2.0	1.8	0.2	0.2
個人消費	8.1	▲ 0.3	1.4	▲ 0.1	2.4	1.4	0.8
住宅投資	7.4	1.5	4.7	4.3	2.0	5.7	0.2
設備投資	9.9	▲ 12.2	13.3	▲ 1.5	2.8	3.5	0.6
在庫変動	—	—	—	—	—	—	▲ 1.2
政府消費	0.9	0.8	3.0	▲ 0.1	4.8	2.2	0.4
公共投資	▲ 2.5	▲ 9.7	▲ 3.8	7.4	8.8	3.4	0.2
輸出	26.2	▲ 7.1	4.6	▲ 7.9	2.0	▲ 2.6	▲ 0.5
(▲ 輸入)	26.4	▲ 4.9	16.2	▲ 15.6	8.8	0.9	▲ 0.2
内需	4.6	▲ 1.5	3.4	0.5	3.0	0.9	0.9
外需	—	—	—	—	—	—	▲ 0.6

(資料)内閣府『四半期別GDP速報』

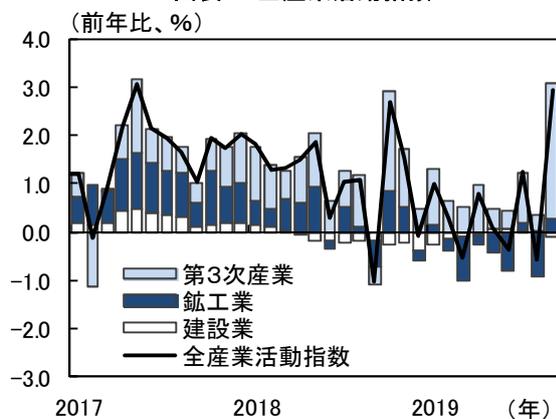
¹ インバウンド消費(訪日外国人の日本国内での消費)はGDP統計においてサービス輸出に計上される。

2. 内需を巡る環境 — 製造業低迷の非製造業への波及は限定的で、内需の拡大は続く

(1) 産業別の動向

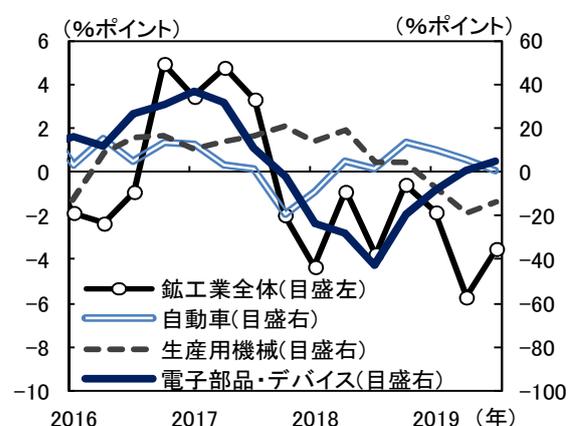
産業別の活動状況を見ると、製造業(鉱工業)の低迷を非製造業(第3次産業)が支える構図が続いている(図表2)。鉱工業生産は、米中摩擦を背景とした海外景気減速の影響を受け、2018年後半にピークアウトし、2019年初頭から減少傾向が続いている。出荷・在庫バランスを見ると、低迷する鉱工業の中でも「電子部品・デバイス」では各国で進む5Gの商用化などを背景として改善に向かっており、半導体サイクルに底打ちの兆しが見えるが、「生産用機械」では主に中国をはじめとした海外での設備投資の抑制で悪化が続いており、「自動車」も悪化方向へ向かっている(図表3)。鉱工業全体の在庫調整は道半ばであり、当面は生産の伸び悩みが続くと見られる。

図表2 全産業活動指数



(資料)経済産業省『全産業活動指数』

図表3 出荷・在庫バランス



(注)出荷・在庫バランスは出荷(前年比)-在庫(前年比)
(資料)経済産業省『鉱工業指数』

それに対して、第3次産業活動指数は全体の半数以上の業種で事業活動が拡大基調にある(図表4)。産業別の動きを見ると、製造業の生産・輸出の低迷を受けて「卸売」に弱さが見られる(図表5)。一方、高齢化ニーズに対応する「医療・福祉」、スマートフォンの普及やソフトウェア投資の増加等に支えられる「情報通信」などが全体を押し上げている。製造業低迷の非製造業への波及は未だ限定的で、弱い外需を内需が支えるGDP(前掲、図表1)と整合的な姿になっている。

図表4 第3次産業活動指数



(注)上昇業種は前年比プラスの最小分類業種。
(資料)経済産業省『第3次産業活動指数』

図表5 第3次産業の産業別動向

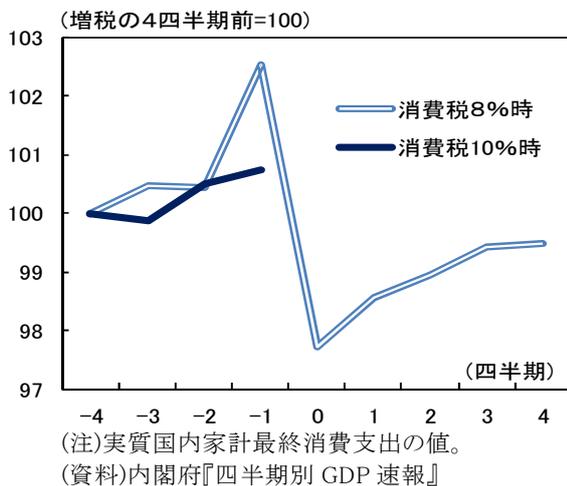
業種	ウェイト	前年比(%)					寄与度 (%ポイント)
		18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	
総合	100	0.7	1.6	1.0	0.8	1.9	1.9
卸売	15	-0.7	0.8	-1.3	-1.8	2.8	0.4
医療・福祉	12	1.2	2.9	1.9	2.4	3.3	0.4
生活娯楽	12	-0.9	0.7	2.3	2.7	1.6	0.2
情報通信	11	0.8	2.6	2.2	2.5	3.9	0.4
小売	10	0.4	0.9	0.8	-0.3	2.6	0.3
運輸・郵便	10	0.2	1.1	0.4	-0.3	0.7	0.1
金融・保険	9	3.1	3.3	0.7	-0.1	0.3	0.0
不動産	8	0.3	0.7	1.1	0.1	0.2	0.0
事業所向けサービス	7	1.9	2.8	3.3	2.3	1.6	0.1
電気・ガス・水道	3	2.8	-2.0	-2.1	0.0	-2.6	-0.1
リース	3	1.4	0.8	0.1	0.1	1.0	0.0

(資料)経済産業省『第3次産業活動指数』

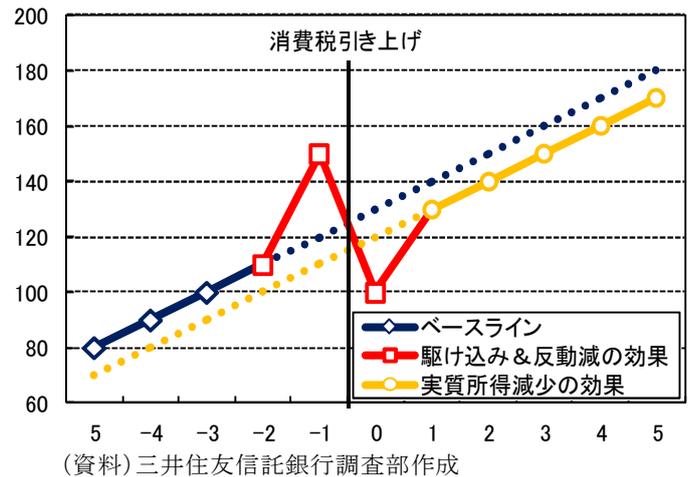
(2)家計の動向と見通し

2019年7～9月期の個人消費には、10月からの消費税引上げを前に、耐久財を中心に駆け込み需要が生じた。前回の消費税引上げ前後の動向と比較すると、今回の駆け込みの規模は小さかった(図表6)。食料品等への軽減税率やキャッシュレス決済のポイント還元など政府による駆け込み緩和策の効果や7月の天候不順による消費の下押し等が影響しているとする。

図表6 個人消費の駆け込み状況



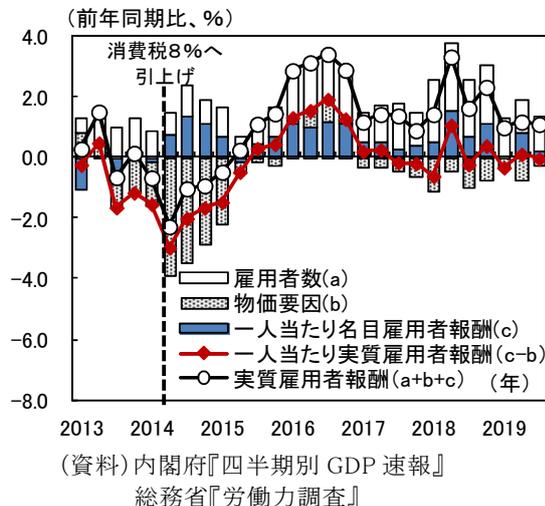
図表7 消費に与える消費税増税の効果(イメージ図)



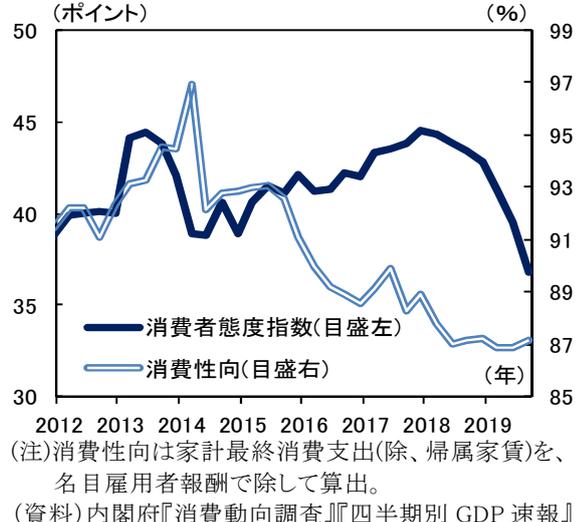
消費税引上げが今後の個人消費に及ぼす影響は、①需要の先食いによる駆け込み・反動減と②物価上昇に伴う実質所得の減少がある(図表7)。①に関しては、今回の駆け込みが小さかったことから、10月以降現れる反動減も小さくなるであろう。②に関しては、実質所得の下押しにより消費の水準は増税前の水準(ベースライン)から下押しされるが、その後増加基調を取り戻すかどうかは、家計所得環境と消費マインドといったファンダメンタルズの動向に左右される。

まず家計所得環境は、労働需給の引き締まりを背景に、2014年の前回増税時の環境より良好な状況にある(図表8)。前回は、1人当たり名目雇用者報酬も雇用者数も増税後に明確なプラスであったものの、2013年から進んだ円安による物価上昇が所得を下押しし、実質所得は明確なマイナス圏にあった。これに対して今回は、物価上昇による実質賃金の下押し圧力は小さく、雇用者数の増加も相まって、実質雇用者報酬は増加基調を続けている。

図表8 実質雇用者報酬(寄与度分解)



図表9 消費者態度指数と消費性向



一方の消費者態度指数(消費マインド)は2017年半ばをピークに悪化傾向にある(前頁、図表9)。足元までの低下幅は前回増税時より大きいものの、消費性向はここ1～2年は横這いで推移しており、マインド指数の悪化に伴い家計が財布の紐を締めてきたわけではないことが分かる。

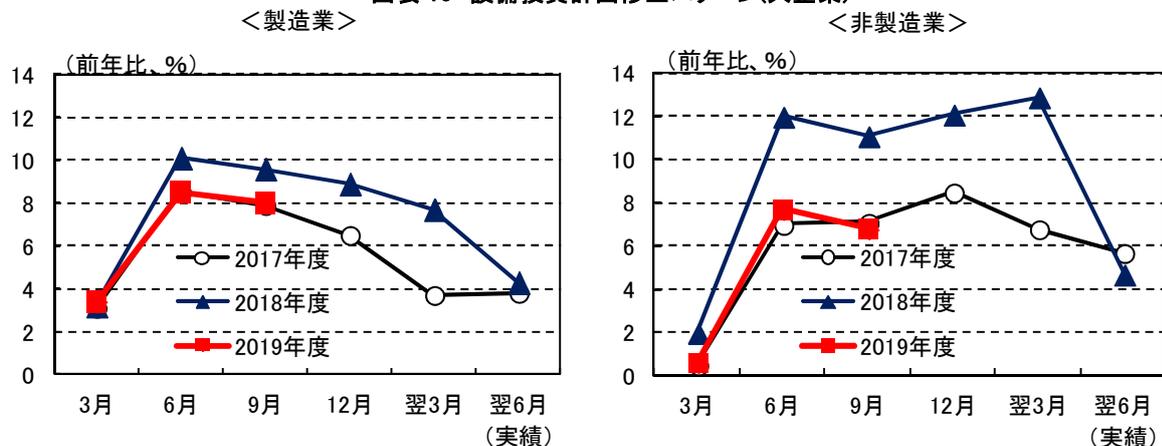
結果として、個人消費の10～12月期の反動減はさほど大きくならないと見込む。その後2020年にかけても、良好な所得環境に支えられて、緩やかながら増加基調を維持し、経済成長を支え続けると予想する。但し、消費税引き上げの影響が残るため、年度平均で見た個人消費の伸び率は2020年度で前年比+0.2%と、2019年度と同程度に留まるだろう。

(3)設備投資の動向と見通し

設備投資は底堅い推移を続けている(図表10)。需要が伸び続けている非製造業だけでなく、外需の不振により輸出・生産が低迷する製造業でも、2019年度の設備投資計画の伸び率は、2018年度より低いものの2017年度並みの水準を維持している。人手不足が深刻化し労働コスト負担も高まる傾向にある中で、製造業・非製造業ともに省力化・効率化投資を増やしていると見られる。

今後は、東京オリンピック関連の設備投資は減速していくものの、人手不足に対応する省力化・効率化投資の他、都市部の駅前再開発投資、5Gの商用化や自動運転開発などの新技術関連投資も支えとなり、設備投資はプラスの伸びを続けよう。但し、製造業を中心として輸出と生産の伸び悩みが続く影響を受けるため、伸び率は2019年度の前年比+2.0%から2020年度には同+1.4%と低下しよう。

図表10 設備投資計画修正パターン(大企業)



(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。

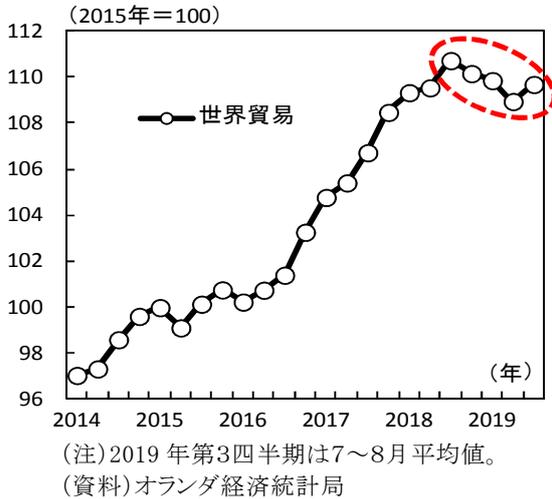
(資料)日本銀行『全国企業短期経済観測調査』

3. 外需を巡る環境 — 当面輸出の弱さは続く

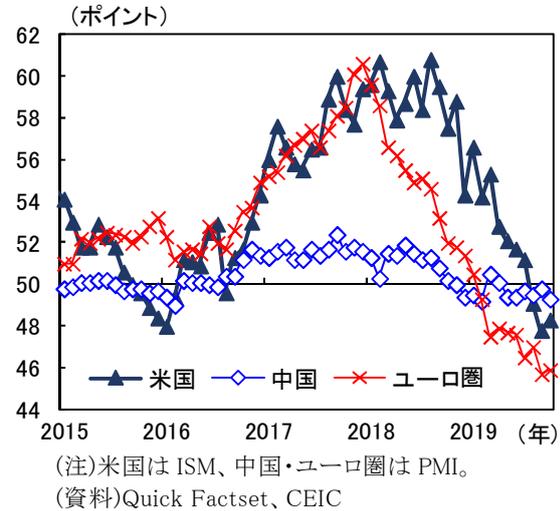
外需環境が著しく悪化すれば、内需の増加基調は容易に崩れるという見方は、従来から変わっていない。内需の伸びがさほど強くないため、外需環境の更なる悪化による輸出減少ペースの加速やリスクオフによる円高が進むと、国内企業・家計のマインド悪化等を通じて、内需の伸びも容易に下振れてしまう。内需の緩やかな拡大が続くためには、外需環境が現状よりも大幅に悪化しないことが必要である。この観点から外需環境について確認する。

米中摩擦や英国のEU離脱など保護主義的な動きを背景に、世界の貿易量は2018年後半からピークアウトしており(図表11)、日本の主要な輸出先である米国・中国・ユーロ圏では、共通して製造業の景況感の悪化が続いている(図表12)。10月に公表されたIMFの世界経済見通しにおいても、世界貿易の停滞を主因に米国などの一部地域を除いて2019年度の実質GDP成長率は軒並み下方修正された。

図表11 世界貿易量



図表12 製造業の景況感指数

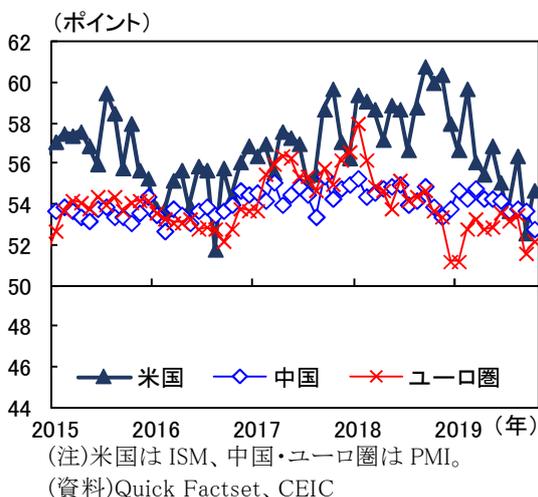


中国では、2017年から続く過剰債務の削減(デレバレッジ政策)が成長率を低下させる中で、米中摩擦に起因する不透明感の高まりが輸出や製造業中心とする設備投資を更に下押しし、2019年7～9月期の実質GDP成長率は前年同期比+6.0%まで低下した。

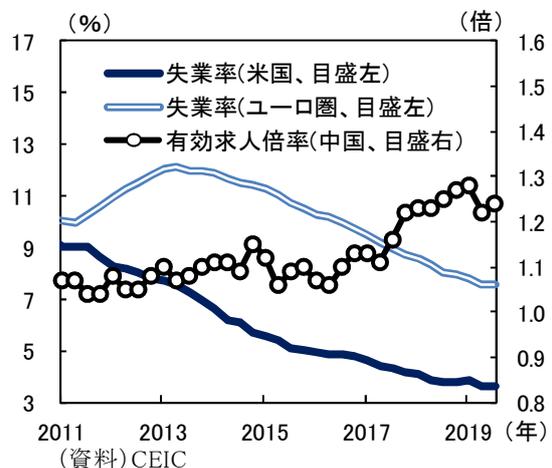
ユーロ圏では、中国向けの輸出が伸び悩んだところに、英国のEU離脱問題の混迷が相まって、欧州域内の貿易も下押しし、中国以上に製造業部門の景況感悪化が深刻になっている。そして、製造業が弱いのは米国も例外ではなく、ISM製造業指数は好不況の分かれ目とされる「50」を下回っている(図表12)。

しかし、各国ともに非製造業は製造業に比べると底堅い動きを続けており、失業率が低水準のまま推移するなど雇用環境が堅調さを保っている点は、共通している(図表13、14)。製造業の悪化が非製造業に及ぼす影響は今のところ小さく、内需は腰折れしていない。

図表13 非製造業の景況感指数



図表14 主要経済圏の雇用環境



この姿が今後も維持されれば、世界経済の全面的な景気後退には至らず、現在低迷している各国の製造業も、一段の悪化は回避され、先に見た日本の「電子部品・デバイス」の出荷・在庫バランスにも見られる半導体サイクルの改善に続いて、他の業種でも在庫調整の進捗などから回復に向かうと見込む。その結果、日本の輸出は当面弱い動きが続くが2020年半ば頃には下げ止まると見る。但し、世界貿易を巡る不確実性はなお高い状況が続くため、その後の持ち直しペースは緩やかなものに留まるだろう。財・サービス輸出の伸び率は2019年度の前年比▲1.5%から2020年度には同+0.7%とプラスに転じるものの、GDPへの寄与度では2019年度の▲0.3%ポイントから2020年度は同0%ポイントと、日本の成長率を押し上げるには至らないと見込んでいる。

4. 日本経済見通しのまとめ、リスク要因

先行き、米中摩擦とそれに伴う不確実性の高まりにより、世界的な貿易・生産の低迷と製造業の景況感の悪化は続き、日本の輸出環境は弱い状況が続くであろう。しかし、主要経済圏で非製造業と雇用情勢が底堅い状態を維持し、全面的な景気後退局面入りを回避することで、各国の製造業も、半導体サイクルの改善に続いて、徐々に回復に向かって行く。こうしたシナリオを前提に、2020年半ば頃には日本の輸出環境も底打ちすると見る。

国内の個人消費は、2019年10～12月期に消費税引上げ後の反動減が現れるが、良好な所得環境が支えとなり腰折れは回避され、緩やかながら増加基調が続く見通しである。設備投資も引き続き人手不足を背景とした省力化・効率化投資などが支えとなり底堅く推移するであろう。その結果、内需が日本の経済成長を支える姿は保たれるが、その力はさほど強くない。このため、年度平均で見た日本の実質GDP成長率は、2019年度が前年比+0.6%、2020年度が同+0.4%と予測する。

こうした基本的見通しを下振れさせるリスク要因は、海外を中心に複数存在する。見通し期間を通じて、景気が後退局面に入るリスクを意識せざるを得ない状態が続くだろう。

(1) 米中間合意の破談、更なる関係悪化

米中間の貿易交渉では、10月上旬に「第一段階の合意」に達し、米国は10年半ばに予定されていた追加関税率引上げ延期、中国は米国からの農産品輸入拡大で合意した旨が公表された。今のところは、正式合意に向けて内容の最終調整や米中首脳会談の日程調整などが進められていると見られるが、破談となった場合には、12月に予定される米国の中国に対する追加関税が発動され中国経済を下押しし、日本の輸出環境の底打ちは更に遅れることになる。

もう少し長い目で見ても、米中対立の芽は貿易面に留まらない。現在、トランプ大統領は大統領選に向けた有権者へのアピールのため中国との合意に努めているが、国内へのアピールのために中国に強い姿勢を示す方針に転じれば、米中関係は再び悪化して世界経済への悪材料になる。この点では、香港で続くデモに対して、人権擁護の面から米国が中国に強い要求を突きつけ、中国が反発することもリスクシナリオの1つといえる。

(2)円高の進行

欧米の中央銀行が利下げに動く中で、日本銀行が金利を据え置く状況は、海外との金利差を縮小させ円高をもたらす要因となる。足元のドル円レートは、米中摩擦の緩和期待や底堅い米国経済などに支えられ、108～109円前後で落ち着いている。しかし、米中関係が再び悪化すれば、金融市場はリスクオフに傾き、再び金利差縮小が意識され、円高が進む可能性がある。海外経済の減速に円高が重なることで日本の輸出環境には二重の重石と成り得る。

加えて、株価下落など金融市場の混乱で消費マインドが悪化すれば、個人消費は消費税引上げに伴う反動減から立ち直らず低迷が長期化する。また企業がマインドの悪化で設備投資とともに人件費を減らすことになれば、家計所得環境の悪化で個人消費の低迷に拍車がかかるだろう。

(3)インバウンド消費の減少

インバウンド消費がGDP統計上含まれる輸出に占める割合は、足元で4～5%程度まで拡大しており、景気へ与える影響力は徐々に高まってきている。2019年7～9月期のインバウンド消費およびサービス輸出は前期比マイナスとなった。徴用工訴訟に端を発する日韓関係の悪化により、韓国人訪日客は10月に前年同月比▲65.5%と大幅な減少となり、訪日外客数全体の伸び率も同▲5.5%の減少となっている。また円高の進行が重なった場合には、訪日外国人の減少に加えて一人当たりの消費額も下押しされ、インバウンド需要の減少が7～9月期と同様にサービス輸出の減少を通じて、今は底堅い非製造業と国内景気への下押し圧力になる。

(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11月22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	538.9	0.6	540.7	0.4	0.7 1.3	-0.6 -0.1	0.4 -0.2	0.4 1.1
民間最終消費	300.8	0.2	301.4	0.2	0.8 1.1	-1.3 -0.5	0.6 -0.6	0.4 1.0
民間住宅投資	15.6	1.4	15.0	-3.9	1.7 3.6	-2.4 -0.6	-2.3 -4.7	-0.9 -3.1
民間設備投資	89.1	2.0	90.4	1.4	0.9 2.3	0.7 1.7	0.8 1.5	0.5 1.3
民間在庫品増加(実額)	0.5	寄与度 -0.2	0.0	寄与度 -0.1	1.0	-0.1	0.0	0.0
政府最終消費	109.8	2.3	111.0	1.1	1.4 2.3	0.7 2.2	0.5 1.3	0.5 1.0
公的固定資本形成	25.8	3.3	25.9	0.4	3.5 2.6	0.8 3.9	0.0 1.0	0.3 -0.1
財貨・サービス輸出	91.5	-1.5	92.1	0.7	-0.9 -1.7	-0.5 -1.3	0.4 -0.1	0.9 1.5
財貨・サービス輸入	94.5	-0.1	95.0	0.6	0.1 1.1	-1.4 -1.3	0.9 -0.5	0.7 1.6
内需寄与度	0.9	内需 0.3	0.3	内需 0.1				
外需寄与度	-0.3	公需 0.6	0.0	公需 0.2				
<名目>								
国内総支出	559.3	1.6	565.2	1.0	1.0 1.6	0.6 1.6	0.2 0.9	1.0 1.2
GDPデフレーター	103.8	1.0	104.5	0.7	0.5	1.5	1.0	0.4
企業物価 * (15年=100)	101.6	0.0	101.8	0.3	-0.1	0.2	0.2	0.3
輸出物価 * (15年=100)	94.5	-2.0	94.4	-0.1	-3.9	-0.1	-0.2	0.0
輸入物価 * (15年=100)	94.1	-5.7	91.4	-2.8	-5.5	-5.8	-3.6	-2.1
消費者物価 * (15年=100)	101.9	0.7	102.4	0.5	0.6	0.7	0.7	0.3
鉱工業生産 * (15年=100)	101.6	-2.1	101.4	-0.2	-1.6	-2.6	-1.3	0.9
失業率 (%)	2.4	-0.1	2.4	0.1	2.3	2.4	2.4	2.5
雇用者数 *(万人)	6,016	1.0	6,059	0.7	1.1	0.9	0.7	0.7
1人当雇用者報酬伸び率*(%)	0.4	-	0.4	-	0.5	0.3	0.3	0.5
新設住宅着工戸数(万戸)	88.7	-6.9	84.7	-4.5	90.8	86.5	85.2	84.2
貿易収支 (10億円)	1,125	-	2,766	-	-24	1,149	1,447	1,319
輸出 *(10億円)	76,708	-4.5	76,522	-0.2	-6.1	-2.9	-1.4	0.9
輸入 *(10億円)	75,583	-5.1	73,756	-2.4	-3.3	-6.8	-5.3	0.4
第一次所得収支 (10億円)	21,216	-	22,002	-	11,308	9,908	11,629	10,372
経常収支 (10億円)	21,401	-	24,537	-	10,338	11,063	12,651	11,886
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)	108.2	-	107.0	-	108.6	107.8	107.3	106.8
輸入原油価格 (ドル/バレル)	67.6	-	65.0	-	69.2	65.9	65.1	64.8
米国実質GDP(10億ドル)	19,068	2.3	19,445	2.0	2.3	2.0	2.0	2.0

(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。

米国の暦年ベース、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	-0.05	-0.05	-0.05	-0.05	-0.05	-0.05
10年国債利回り	-0.07	-0.19	-0.16	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
ドル/円レート	109.9	107.3	108.0	107.7	107.4	107.1	106.9	106.6

一予測