



国内経済見通し

—景気は20年度後半に減速色を強める見込み—

主席研究員 木下 茂

目 次

- | | |
|-------------------------|----------------------------|
| 1. 国内景気概況 | 5. 輸出環境の悪化が設備投資の重石に |
| 2. 景気は20年度後半に減速色を強める見込み | 6. 公共投資は補正予算効果から増加 |
| 3. 個人消費は足元低調 | 7. 米中貿易摩擦激化が波乱要因に |
| 4. 駆け込み需要が住宅投資の支えに | 8. エネルギー価格の鈍化がインフレ率の下押し要因に |

1. 国内景気概況

国内景気は18年入り以降頭打ち気味の展開となっている。今年1～3月期の実質GDP成長率は前期比+0.5%（同年率+2.1%）と事前予想に比べて強めの結果となったが、内容面で楽観視できるものではなかった。内訳をみると、個人消費や設備投資が減少する一方で、輸入の落ち込みが成長率の押し上げに大きく寄与しており、内需の弱さが目立つものとなっている（図表1）。

この間の企業の生産活動の動向をみると、直近3月の鉱工業生産は季調済前月比-0.6%と減少、今年1～3月期としても同前期比-2.5%と減産に終わった。中国の景気減速を背景とした輸出減少が影響したほか、一部自動車メーカーの操業停止も響いたとみられる。目先の生産動向について生産予測指数をみると、4月は同前月比+2.7%、5月は同+3.6%と回復する見込みとなっているが、このところ生産予測の下振れが常態化していることからすれば、慎重に見ておく必要がある（図表2）。

2. 景気は20年度後半に減速色を強める見込み

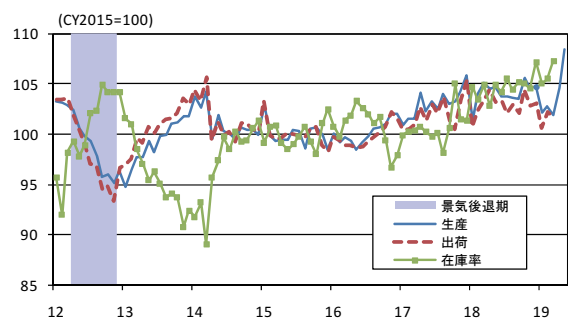
当面の景気動向を展望すると、19年度につ

（図表1）実質GDPの推移

	2018 (前期比, %)				2019
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3
実質GDP	-0.1	0.5	-0.6	0.4	0.5
[年率換算]	[-0.3]	[2.2]	[-2.5]	[1.6]	[2.1]
民間最終消費	-0.1	0.6	-0.3	0.2	-0.1
民間住宅	-2.4	-2.1	0.8	1.4	1.1
民間企業設備	1.2	2.4	-2.5	2.5	-0.3
民間在庫変動	(-0.2)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
政府最終消費	0.3	0.1	0.2	0.7	-0.2
公共投資	-1.3	-0.7	-1.9	-1.4	1.5
純輸出	(0.1)	(-0.1)	(-0.2)	(-0.3)	(0.4)
輸出	1.0	0.7	-2.0	1.2	-2.4
輸入	0.7	1.0	-1.0	3.0	-4.6

（注1）民間在庫変動、純輸出は寄与度
（注2）内閣府のデータより作成

（図表2）鉱工業生産、出荷、在庫率の推移（季調値）



（注1）生産の直近2か月分は予測指数で延長
（注2）景気後退期は内閣府調べ
（注3）経済産業省のデータより作成

いては、10月に予定されている8%から10%への消費税率の引き上げがポイントとなる。



税率引き上げ前の7～9月期にかけては、駆け込み需要により景気は持ち直しの動きをみせると予想されるものの、その後は税率引き上げに伴う実質購買力の悪化が消費、住宅投資などに影響を及ぼすことになろう。

もっとも、前回14年の引き上げ幅（3%分）に比べて今回の引き上げ幅は2%分にとどまること、軽減税率が適用されること、政府がポイント還元、住宅ローン減税の強化など各種対応策を準備していることなどから、税率引き上げのマイナスインパクトは14年時ほどではないとみている。また、20年の東京オリンピック・パラリンピックに向けて首都圏を中心にインフラ整備などの投資が増加するとみられることも一定の景気下支え要因となろう。以上を踏まえ、19年度の実質GDP成長率は+0.6%になるものと予測する。

続く20年度については、半導体サイクルが

（図表3）日本経済見通し総括表

	18年度 (実績)	19年度 (予測)	20年度 (予測)
実質GDP	0.6	0.6	0.4
個人消費	0.4	0.1	0.4
住宅投資	-4.2	-1.7	-7.5
設備投資	3.2	0.2	-0.9
政府消費	0.8	0.7	0.7
公共投資	-3.8	2.2	1.1
輸出	1.3	-1.5	2.0
輸入	2.0	-2.8	-0.6
名目GDP	0.5	1.2	0.9
GDPデフレーター	-0.2	0.6	0.5
生鮮除く消費者物価	0.8	0.9	0.4
国内企業物価	2.2	1.3	1.3
名目雇用者報酬	2.7	0.8	1.5
鉱工業生産	0.3	-2.2	-1.0
完全失業率	2.4	2.4	2.4
新設住宅着工戸数	95	91	83
経常収支	19	19	22
米国GDP	2.9	2.5	2.0
ユーロ圏GDP	1.9	1.4	1.6
中国GDP	6.6	6.2	6.2
対ドル為替レート	111	114	115
原油輸入価格	72	73	73

（注1）失業率は%、住宅着工は万戸、経常収支は兆円、為替レートは円/ドル、原油価格はドル/バレル、その他は前年比%で表示

（注2）米国、ユーロ圏、中国のGDPは暦年

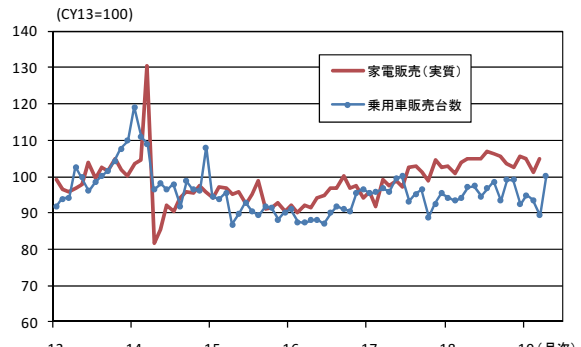
（注3）INDB、データストリーム、その他各種資料より作成

上向きに転じるとみられることが好材料となるものの、一方で、国内ではオリンピック関連需要や消費税率引き上げ対策の効果剥落、資本ストック調整圧力の高まりなどから内需全般が弱含むと見込まれることから、景気は年度後半に減速色を強める展開を予想する。成長率は+0.4%になるとみている（図表3）。以下、主な項目別に概観する。

3. 個人消費は足元低調

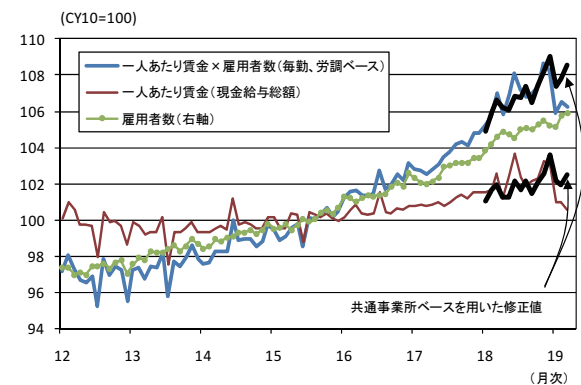
今年1～3月期の個人消費は前期比-0.1%と小幅減少した。暖冬により冬物衣料品販売が低調であったほか、耐久財も家電・乗用車とも振るわなかった（図表4）。今後について

（図表4）耐久財消費の推移（季調値）



（注）経済産業省、総務省、日本自動車工業会のデータより作成

（図表5）所得指標の推移（季調値）



（注）厚生労働省、総務省のデータより作成



は、賃金増加など雇用環境の改善（前頁図表5）を背景に緩やかな増加傾向を辿るものと予想している。10月に予定される消費税率引き上げ前後に駆け込み需要とその反動減が生じるものとみられるが、引き上げ幅が2%であること、軽減税率が適用されること、政府がポイント還元等各種対策を準備していることなどから、従来の消費税率引き上げ時よりもその振れ幅は抑制されよう。

20年度については、東京オリンピック・パラリンピックに向けて一定の消費需要が喚起されるとみられるものの、オリンピック終了後はそうした需要が一巡することに加え、各種消費税対策効果も剥落することから年度後半には消費は弱含むとみられる。

4. 駆け込み需要が住宅投資の支えに

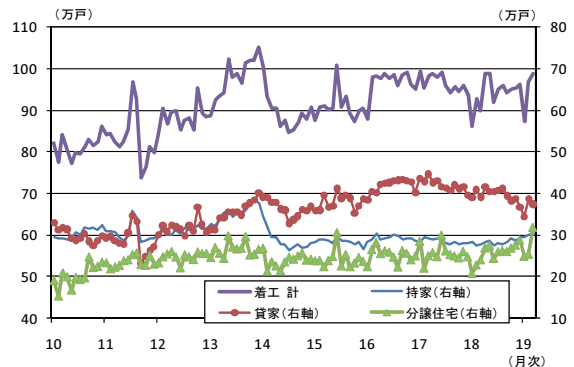
今年1～3月期の住宅投資は前期比+1.1%と3四半期連続の増加となった。月次の住宅着工戸数の動きをみると（図表6）、アパートローンの抑制は貸家着工の下押し要因になっているとみられるものの、消費税率引き上げを意識した駆け込み需要が持家と分譲住宅で発生しているようである。目先的にも、駆け込み需要の持続が住宅投資の下支え要因となろう。もっとも、20年入り後は消費税対策の効果剥落もあり、住宅投資は減少に転じるとみられる。

5. 輸出環境の悪化が設備投資の重石に

今年1～3月期の民間設備投資は前期比-0.3%と若干の減少となった。中国経済の減速を背景に輸出が減少したことが影響したほか、世界経済の先行きについての不透明感の高まりから、投資を手控え・先送りする動きが出たものと考えられる。直近の先行指標をみても弱めの動きとなっている（図表7）。

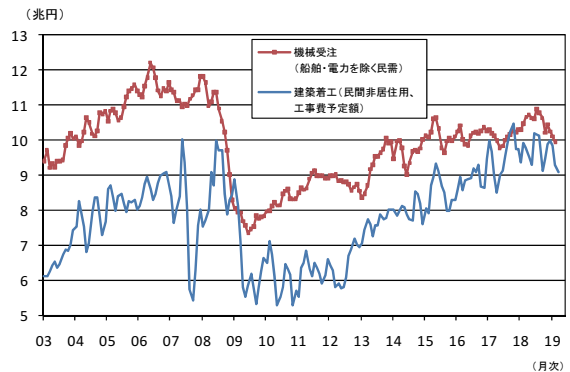
ただ、設備投資を取り巻く環境について考えてみると、世界経済の先行きについての不

（図表6）住宅着工戸数の推移（季調済年率）



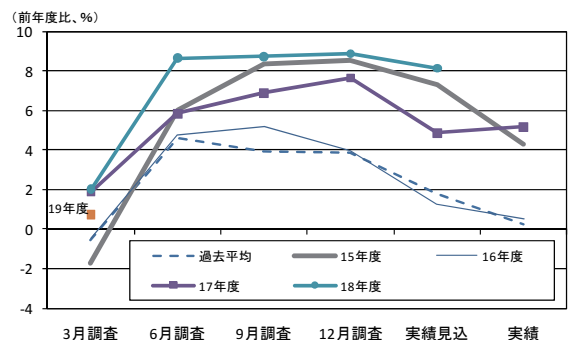
（注）国土交通省のデータより作成

（図表7）設備投資関連指標の推移



（注1）季調済年率、3か月移動平均
（注2）内閣府、国土交通省のデータより作成

（図表8）日銀短観における企業の設備投資計画（全国）



（注1）全産業+金融機関（全規模）
（注2）「ソフトウェア投資額・研究開発投資額を含み、土地投資額は含まない」ベース。16年12月調査以前は研究開発投資額を含まない
（注3）日銀短観のデータより作成



安感は強いものの、一方で企業は深刻な人手不足を背景に効率化投資を推進する必要性に直面しているとみられる。実際、日銀短観（3月調査）における19年度の設備投資計画は前年度比プラスとなっており、年度スタート時点としては良好な滑り出しとなっている（図表8）。これらを踏まえると、19年度中は東京オリンピック・パラリンピックに向けた投資需要も加わり、底堅い展開になるとみられる。もっとも20年度に入ると、オリンピック特需の一巡、ストック調整圧力の顕在化などから、設備投資は減少に転じると予想される。

6. 公共投資は補正予算効果から増加

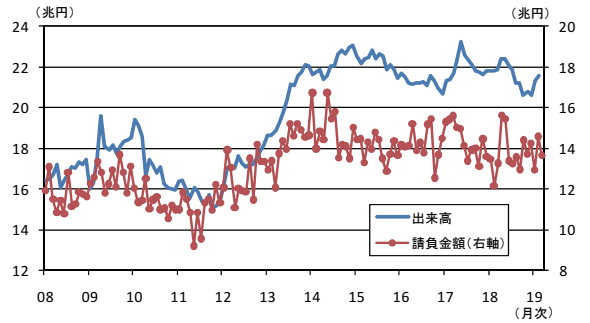
今年1～3月期の公共投資は前期比+1.5%と増加した。月次の関連指標もこのところ上向きの動きとなっている（図表9）。昨年11月に成立した18年度第1次補正予算（総額0.9兆円、公共事業関係費は0.4兆円）、今年2月に成立した同第2次補正予算（総額2.7兆円、「防災・減災、国土強靱化」枠は1.1兆円）の効果が出ているとみられる。また、19年度予算でも公共事業関係費は前年度当初予算比15.6%増となっていることから、当面の公共投資は増加基調で推移し、景気の下支え要因となろう。

7. 米中貿易摩擦激化が波乱要因に

今年1～3月期の実質輸出は前期比-2.4%と減少した。輸出動向を地域別にみると（図表10）、中国向けの減少が目立っており、昨年秋以降の中国景気減速の影響がみてとれる。また、世界的に半導体サイクルが下向きになっている点もマイナス材料である（図表11）。一方で、中国当局は景気重視の政策スタンスに転じており、景況感指標には好転の兆しが出ている（次頁図表12）。中国経済の減速に歯止めがかかってくれば日本の輸出にも好影響が期待できよう。

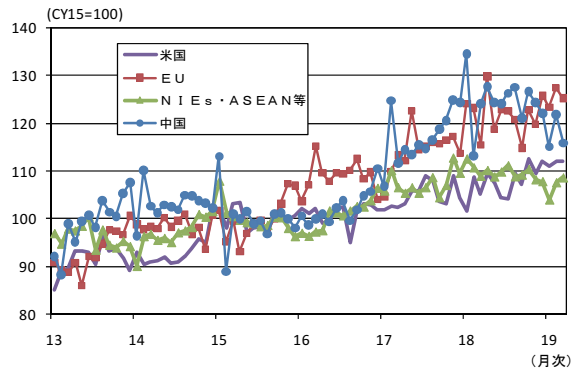
もっともここにきて、米中が互いに関税強

（図表9）公共工事関連指標の推移（名目、季調済年率）



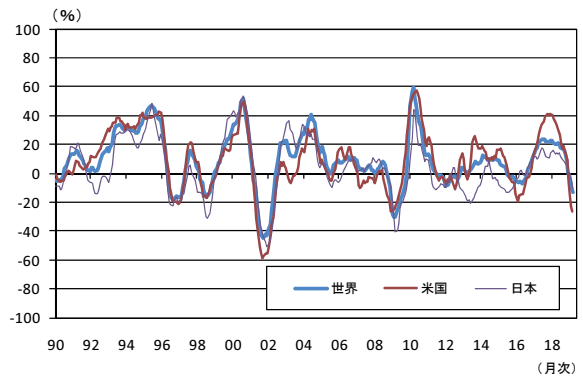
（注）国土交通省、東日本建設業保証株式会社のデータより作成

（図表10）地域別実質輸出の推移（季調値）



（注）日本銀行のデータより作成

（図表11）半導体売上高の推移（3カ月移動平均、前年比）



（注）データストリームのデータより作成



化を表明するなど両国間の貿易摩擦が激化しており、この点は実際の貿易取引と企業マインド面からマイナス要因となろう。IMFの直近の世界経済見通し（図表13）によれば、世界経済の18年以降の減速は19年中に一巡すると見込まれているが、足元の米中対立激化はこうしたシナリオを下振れさせる要因となる。今後の事態の推移については注視が必要だろう。

8. エネルギー価格の鈍化がインフレ率の下押し要因に

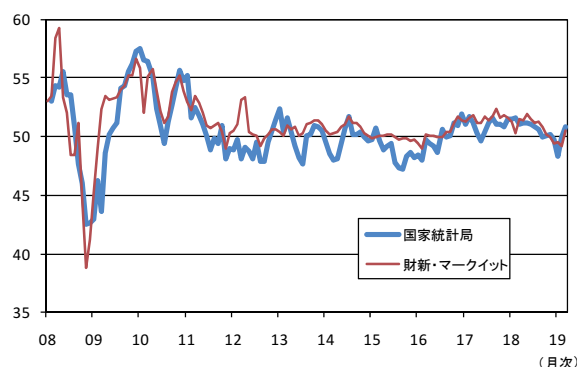
今年1～3月期の全国コアCPI（除く生鮮食品）上昇率は前年比+0.8%と昨年10～12月期の同+0.9%から減速した（図表14）。これにはエネルギー価格の伸び鈍化が影響しており、エネルギー価格を除く他のコア指標は横這い気味の推移が続いている。足元の景気が力強さに欠ける展開となっていることから、目先的にインフレ率の加速は見込みにくい。

なお、当面は種々の一時的要因からインフレ率の基調がわかりにくい局面が続くことには注意が必要である。まず、本年10月からの消費税率引き上げによりコアCPI前年比上昇率は1.0%ポイント押し上げられる。一方で、同時に実施される幼児教育無償化はコアCPI前年比上昇率に対し0.6%ポイントの押し下げ要因になると見込まれる。さらに20年4月実施の高等教育無償化は0.1%ポイントの押し下げ要因になるとみられる。以上の一時的要因の影響を年度ベースでまとめると、消費税率引き上げは19・20両年度とも+0.5%ポイント、教育無償化は19年度が-0.3%ポイント、20年度は-0.4%ポイントということになる。

これらを踏まえつつ、コアCPI上昇率は19年度が+0.9%、20年度は+0.5%（消費増税、教育無償化の影響を除くベースでそれぞれ+0.7%、+0.4%）になるものと予想している。

（2019年5月20日 記）

（図表12）中国製造業のPMIの推移



（注）データストリームのデータより作成

（図表13）IMFによる世界経済成長率見通し

（%、%pt）

		2018	2019	2020
世	界	3.6	3.3 (-0.2)	3.6 (0.0)
先 進 国	米 国	2.9	2.3 (-0.2)	1.9 (0.1)
	ユーロ圏	1.8	1.3 (-0.3)	1.5 (-0.2)
	日 本	0.8	1.0 (-0.1)	1.9 (0.0)
	英 国	1.4	1.2 (-0.3)	1.4 (-0.2)
	発 展 途 上 国	4.5	4.4 (-0.1)	4.8 (-0.1)
	ロ シ ア	2.3	1.6 (0.0)	1.7 (0.3)
	中 国	6.6	6.3 (0.1)	6.1 (-0.1)
	イ ン ド	7.1	7.3 (-0.2)	7.5 (-0.2)
	ASEAN	5.2	5.1 (0.0)	5.2 (0.0)
	ブラジル	1.1	2.1 (-0.4)	2.5 (0.3)
	南アフリカ	0.8	1.2 (-0.2)	1.5 (-0.2)

（注1）2019、2020年のカッコ内は前回1月見通しからの修正幅
 （注2）IMF “World Economic Outlook April 2019” のデータより作成

（図表14）全国CPIの推移（前年比）



（注1）消費税率引き上げの影響を除くベース
 （注2）総務省のデータより作成