



力強さ欠く国内経済

—景気は来年度後半以降減速の見込み—

主席研究員 木下 茂

目 次

- | | |
|--------------------|-------------------------------|
| 1. 国内景気概況 | 6. 公共投資は補正予算効果から増加基調に |
| 2. 景気は来年度後半以降減速局面へ | 7. 米中貿易戦争激化が波乱要因に |
| 3. 緩やかな賃金増が消費の下支えに | 8. 目先はエネルギー価格の鈍化がインフレ率の下押し要因に |
| 4. 住宅投資の駆け込み需要は一巡 | |
| 5. 設備投資は来年度に減少へ | |

1. 国内景気概況

国内景気は力強さに欠ける展開が続いている。今年4～6月期の実質GDP成長率（2次速報、9月9日公表）は、前期比+0.3%と前期（同+0.5%）に比べ鈍化した。内訳をみると、個人消費が同+0.6%、住宅投資が同+0.1%、設備投資が同+0.2%、政府消費は同+1.2%、公共投資は同+1.8%となった。また、輸出は同横這いとなる一方、輸入が同+1.7%と増加したため、純輸出の前期比成長率に対する寄与度は-0.3%とマイナスになっている（図表1）。なお、今回の数値を1次速報値と比べると、実質GDP成長率は0.1%ポイントの下方修正となっているが、これは主として民間設備投資の修正によるものである（図表2）。

この間の企業の生産動向をみると、直近7月の鉱工業生産は前月比+1.3%と増加したものの、前月が同-3.3%と大きく減少しており、これを取り戻すには至らなかった（図表3）。主な業種の動きをみると、輸送機械は新車投入の効果から底堅く推移しているが、電子部品・デバイスは低迷が続いている。

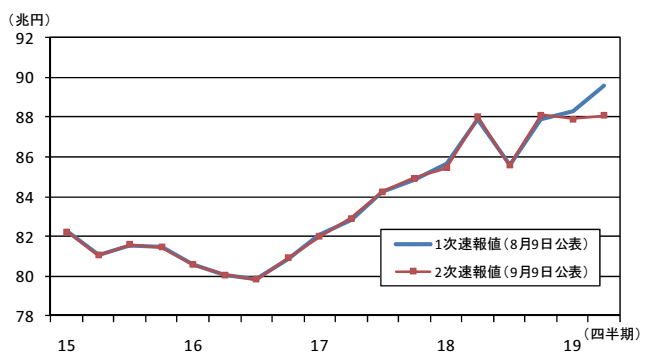
目先の生産動向について生産予測指数をみると、8月は前月比+1.3%、9月は同-1.6%

（図表1）実質GDPの推移

	2018年		2019年		
	7~9月期	10~12月期	1~3月期	4~6月期	
				1次速報	2次速報
実質GDP	-0.5	0.4	0.5	0.4	0.3
[年率換算]	[-1.9]	[1.8]	[2.2]	[1.8]	[1.3]
民間最終消費	-0.1	0.4	0.0	0.6	0.6
民間住宅	0.8	1.3	0.8	0.2	0.1
民間企業設備	-2.8	3.0	-0.2	1.5	0.2
民間在庫変動	(0.2)	(0.0)	(0.1)	(-0.1)	(0.0)
政府最終消費	0.3	0.7	-0.1	0.9	1.2
公共投資	-1.8	-1.2	1.5	1.0	1.8
純輸出	(-0.2)	(-0.4)	(0.2)	(-0.3)	(-0.3)
輸出	-2.1	1.2	-2.0	-0.1	0.0
輸入	-1.2	3.6	-4.3	1.6	1.7

（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）実質民間企業設備投資の推移（季調値）



（注）内閣府のデータにより作成



となっており、これを元にすれば7～9月期は前期比横ばいということになる。ただ、このところ生産予測の下振れが常態化しており、慎重にみておく必要がある。

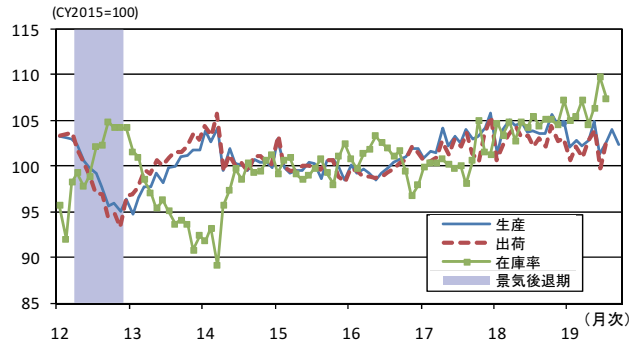
2. 景気は来年度後半以降減速局面へ

当面の景気動向を展望すると、今年度については、10月より実施される8%から10%への消費税率の引き上げが年度後半の景気下押し要因となる。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講じることなどから、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られる。また、来年の東京オリンピック・パラリンピックに向けての首都圏を中心としたインフラ整備なども一定の景気下支え要因となろう。以上を踏まえ、今年度の実質成長率は+0.6%になるものと予測する。

来年度については、半導体サイクルが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対策の効果剥落、資本ストック調整圧力の高まりにより内需全般が弱含むことなどから、景気は年度後半以降減速色を強める展開を予想する。成長率は+0.4%になるものと予測している（図表4）。

なお、このところの原油価格の上昇も当面のリスク要因のひとつである。9月14日にサウジアラビアの石油施設に対し攻撃が行われたことを受けて市場では供給不足への懸念が強まり、原油価格は一時急上昇した。その後は主要産油国の増産余力や各国の備蓄放出に

（図表3）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

（図表4）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	0.7	0.6	0.4
個人消費	0.4	0.6	0.7
住宅投資	-4.3	-2.8	-4.3
設備投資	3.5	0.5	-1.1
政府消費	0.9	1.9	1.0
公共投資	-4.0	1.9	1.2
輸出	1.5	-1.5	0.9
輸入	2.1	-0.4	-0.1
名目 GDP	0.5	1.6	1.0
GDPデフレーター	-0.2	0.8	0.6
生鮮除く消費者物価	0.8	0.7	0.6
国内企業物価	2.2	0.2	0.5
名目雇用者報酬	2.8	1.8	1.7
鉱工業生産	0.3	-1.7	-0.8
完全失業率	2.4	2.4	2.4
新設住宅着工戸数	95	85	84
経常収支	19	21	25
米国 GDP	2.9	2.3	1.9
ユーロ圏 GDP	1.9	1.2	1.0
中国 GDP	6.6	6.2	6.0
対ドル為替レート	111	106	105
原油輸入価格	72	65	65

- （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



より供給不足分を補えるとの見方から原油価格は低下したものの、依然攻撃前の水準を上回って推移している。今後、仮に原油価格が直近の高値で推移した場合、日本経済にとって一定の下押し要因となる。図表5には、原油価格が標準想定対比20%上昇した場合のモデルシミュレーションの結果を示している。

3. 緩やかな賃金増が消費の下支えに

今年4～6月期の個人消費は前期比+0.6%と堅調な増加ぶりを示した。もっとも、これは5月の10連休効果に加え、前期が暖冬などにより冬物消費が低調であった反動という面もあるとみられる。足元の動きについて月次指標をみると(図表6、7)、乗用車については新車発売効果もあり堅調であるが、消費全体としては7月の天候不順の影響から低調な結果となっている。

目先的には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予想されるが、上記2.で述べた要因もあり、過去の消費税率引き上げ時よりもその振れ幅は抑制されるものとみている。また、足元の賃金の動向をみると、基調としては緩やかな増加局面が続いているとみられ、この点も消費の下支え要因となろう(図表8)。

来年度については、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、その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減速色を強めよう。

4. 住宅投資の駆け込み需要は一巡

今年4～6月期の住宅投資は前期比+0.1%と4四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、消費税率引き

(図表5) 原油高の日本経済への影響

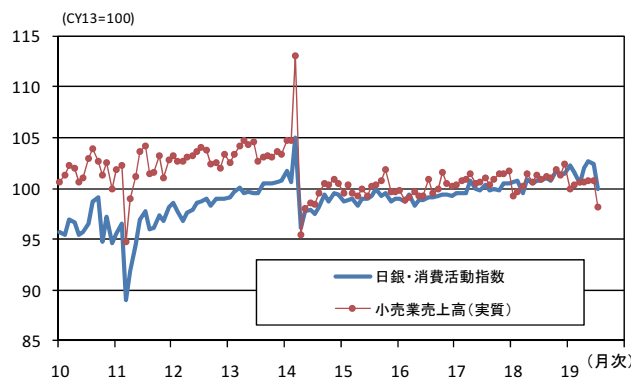
(単位：%)

	1年目	2年目	3年目
実質GDP	-0.02	-0.05	-0.10
個人消費	-0.03	-0.10	-0.18
住宅投資	0.15	-0.18	-0.25
設備投資	0.10	-0.03	-0.24
輸出	-0.03	-0.09	-0.11
輸入	0.03	-0.28	-0.48
名目GDP	-0.22	-0.18	-0.33
法人季報・経常利益	-0.94	-0.43	-1.17
CPI(除く生鮮)	0.20	0.22	0.22

(注1) 輸入原油価格が標準ケースより20%上昇した場合の基準解に対する乖離幅

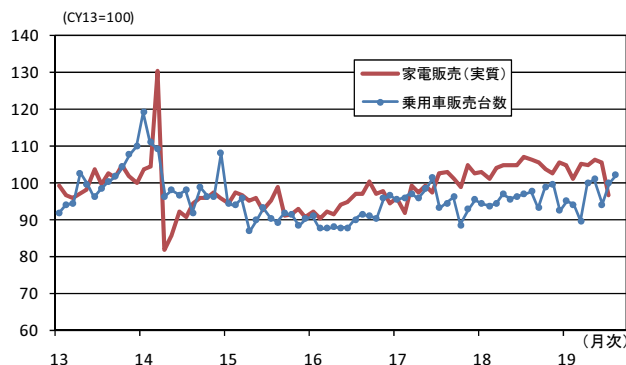
(注2) J A 共済総研マクロモデルによる試算結果

(図表6) 消費指標の推移(季調値)



(注) 日本銀行、経産省、総務省のデータより作成

(図表7) 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



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たが、その動きも一巡したもようである(図表9)。今後は反動減の動きが出てくることになると思われるが、駆け込みの規模は前回増税時に比べ小規模なものにとどまっていることから、反動減の規模も大きくはならないものとみられる。

5. 設備投資は来年度に減少へ

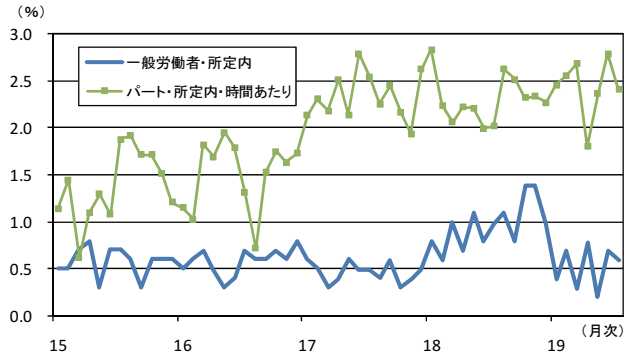
今年4～6月期の民間設備投資は前期比+0.2%と若干の増加となった。1次速報段階では同+1.5%となっていたが、法人企業統計の結果を受けて下方修正された。米中間の対立が激化しており、世界経済の先行きについての不透明感の高まりから、投資を減額・先送りする動きが出たものと考えられる。

そうした動きは、日銀短観における設備投資計画値の時系列推移でも確認できる(図表10)。18年度の投資計画値の動きをみると、今年3月調査による実績見込値から6月調査による実績値に着地する段階で大きく減額されていること、19年度計画値も3月調査値から6月調査値への上方修正が昨年・一昨年に比べ小幅にとどまっていることが指摘できる。

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。また、目先は東京オリンピック・パラリンピックに向けた投資需要が下支えとなることも期待できる。以上を勘案して今年度中の設備投資は底堅い展開になるとみている。

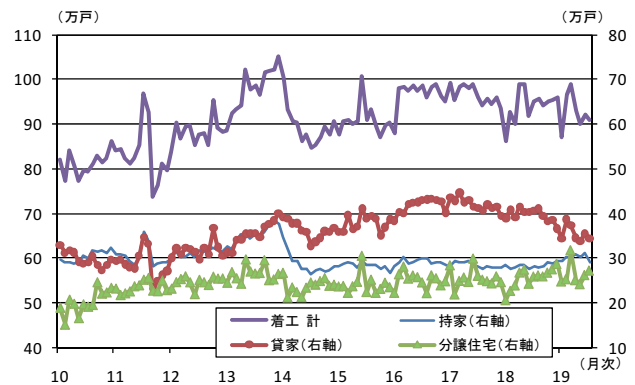
もっとも、近年の設備投資の増加は、企業の将来に対する見方が過度に強気方向へ傾いた結果とも考えられる(次頁図表11)。今後はこの点からの調整圧力が顕在化するとみられることに加え、オリンピック特需も一巡することなどから、設備投資は来年度に入ると減少に転じるものと予想している。

(図表8) 賃金の動向(前年比)



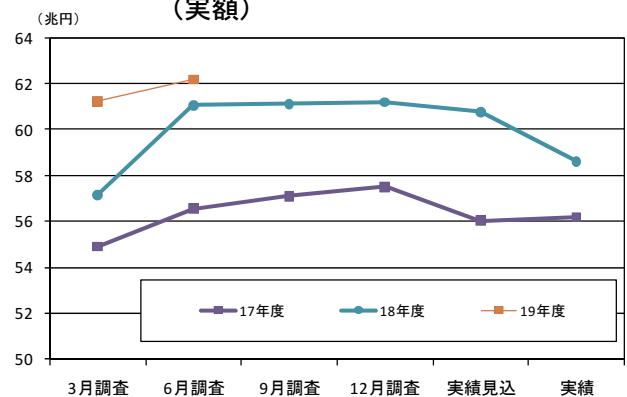
(注) 厚生労働省のデータより作成

(図表9) 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10) 日銀短観における企業の設備投資計画(実額)



(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

(注3) 日銀短観のデータより作成



6. 公共投資は補正予算効果から増加基調に

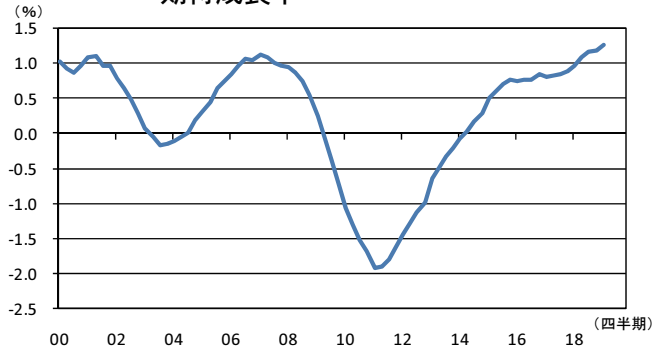
今年4～6月期の公共投資は前期比+1.8%と前期(同+1.5%)に続く増加となった。月次の関連指標もこのところ上向きの動きとなっている(図表12)。昨年11月に成立した18年度第1次補正予算、今年2月に成立した同第2次補正予算の効果が出ているとみられる。また、19年度予算でも公共事業関係費は前年度当初予算比+15.6%となっていることから、当面の公共投資は増加基調で推移し、景気の下支え要因となろう。

7. 米中貿易戦争激化が波乱要因に

今年4～6月期の実質輸出は前期比横ばいとなった(前期は同-2.0%)。輸出動向を地域別にみると、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(図表13)。世界的にも貿易取引の縮小局面が続いているとみられ、日本にとっての輸出環境は厳しいものとなっている(図表14)。なお、半導体サイクルはここにきて下げ止まりの兆しが出ており、日本にとっては明るい材料といえる。もっとも、統計的分析によれば、足元の動きは主として短期循環要因によるものであり、中期循環は依然下向きであることから(図表15)、IT関連財需要の本格的な回復は期待しにくいだろう。

一方で、米中が互いに報復関税をかけあう貿易戦争は一段と先鋭化しており、この点は実際の貿易取引と企業マインド両面からマイナス要因となろう。なお、米国による対中制裁関税については、「第4弾」の一部が9月1日より既に実施されている(中国からの輸入額1100億ドル分に対して15%の追加関税を賦課)。今後は、10月15日より昨年発動された2500億ドル分につき25%から30%へ追加関税

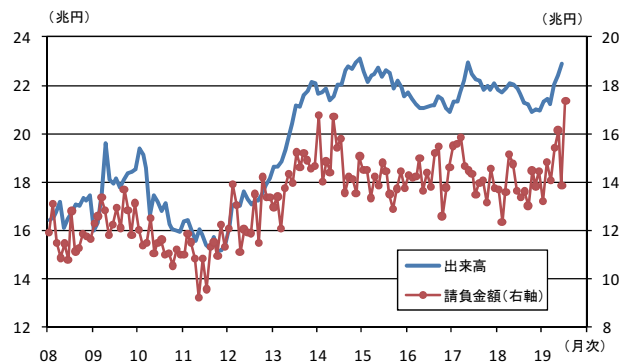
(図表11) 設備投資の伸びから推定された企業の期待成長率



(注1) 「設備投資前年比×前年の設備投資・資本ストック比率=期待成長率+資本係数のトレンド成長率+資本減耗率」の関係から算出。8四半期移動平均

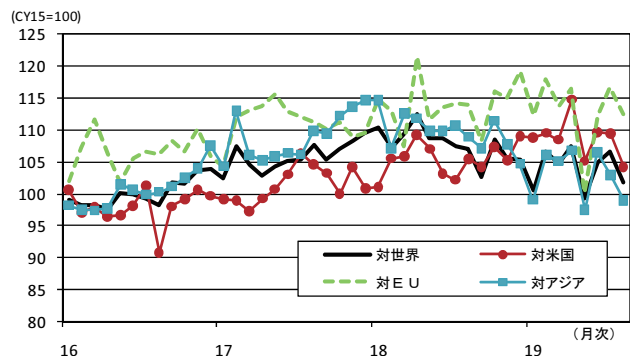
(注2) 内閣府のデータより作成

(図表12) 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13) 輸出数量の推移(季調値)



(注) 内閣府のデータより作成



率が引き上げられるほか、12月15日より「第4弾」の残りの部分(1600億ドルに対して15%の追加関税を賦課)が実施される予定である。これらがすべて実行された場合の影響は来年以降に顕在化してくるとみられる。今後の何らかの形での妥協の可能性も含め、米中貿易交渉の行方については引き続き注視が必要だろう。

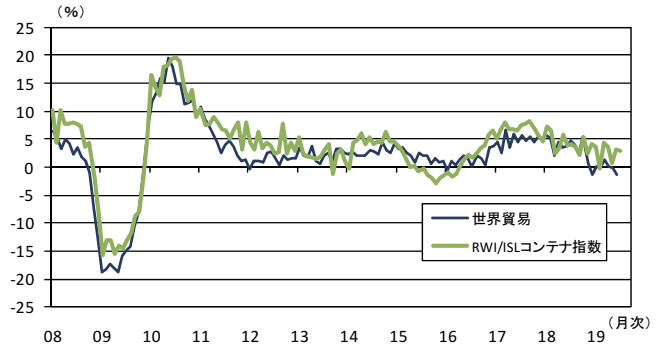
8. 目先はエネルギー価格の鈍化がインフレ率の下押し要因に

全国コアCPI(除く生鮮食品)上昇率は今年4月分が前年比+0.9%となった後、5月が+0.8%、6・7月が同+0.6%、8月は同+0.5%と鈍化傾向で推移している。これについて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その他のコア指標は横這い圏内の動きとなっている(図表16)。今後についても、引き続き景気が力強さに欠ける展開になるとみられることから、インフレ率も加速は見込みにくい。

なお、目的的には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、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。以上の一時的要因の影響を年度ベースでみると、消費税率引き上げは+0.5%ポイント、教育無償化は-0.3%ポイントということになる。これらを踏まえ、コアCPI上昇率は19年度が+0.7%、20年度は+0.6%になるものと予想している。

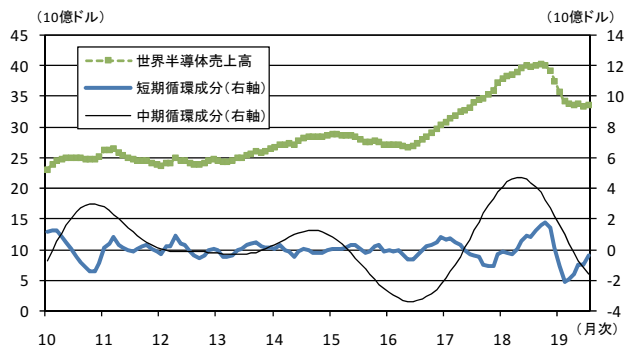
(9月20日 記)

(図表14) 世界貿易の推移(前年比)



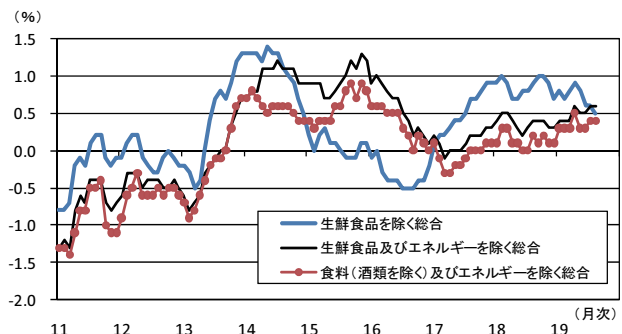
(注) データストリームのデータより作成

(図表15) 世界半導体売上高の推移(季調値)



(注1) 循環成分の抽出はバンドパスフィルターによる
(注2) データストリームのデータより作成

(図表16) 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