19・20年度の経済見通し

―日本の実質成長率は19年度＋0.6％、20年度＋0.4％と予測―

主席研究員　木下　茂

目　次

１．世界経済
２．米国経済
３．欧州経済
４．中国経済
５．日本経済

１．世界経済

世界経済は今年秋口にかけても減速が続いたとみられる。世界の製造業の景況感指数の動きをみると、昨年初めからの低下傾向には歯止めがかかり、直近データは小幅ながら３か月連続で上昇している。このうち、新興国については夏場以降上向きの動きが明確になっているものの、先進国は底這いが続いている。

主要先進国の７～９月期の実質GDP成長率をみると、米国は前期比年率＋1.9％と前期の同＋2.0％からやや鈍化した一方、ユーロ圏は同＋0.9％と前期の同＋0.8％からやや上向いた。この間日本は、輸出が減少したものの内需が全般に底堅く、同＋0.2％と小幅ながらプラス成長を確保した。

アジア主要国については、中国が減速を続ける一方、NIES諸国、ASEAN諸国も成長率が鈍化傾向で推移している。米中貿易戦争の影響がアジア主要国においても引き続き下押し要因になるとみられ、各国の貿易統計などを今後も注視していく必要があろう。

先行きについては、米中貿易戦争の緩和と中国の景気対策効果に期待がかかる状況であるが、中国の直近の月次指標をみる限りまだ底打ちとはいえず、先行き不透明感が強い。一方、米中間の貿易交渉については10月11日の閣僚級協議で、中国による米国農産品の購入拡大、15日から実施予定であった中国からの輸入品2,500億ドル分への制裁関税率引き上げ（25％→30％）の見送りなどを骨子とする合意に達した（**図表１**）。これを受けて市場などでは一段の貿易戦争激化は回避されたとして好感する動きとなっているが、「第４弾」のうち、12月15日に実施するとされてきた分（1,600億ドルに15％の制裁関税）については依然発動の可能性も排除はできず、楽観はできないと思われる。

（図表１）米中間の制裁関税の経緯

	米国		中国	
18年７月 第１弾	340億ドル	25％	340億ドル	25％
18年８月 第２弾	160億ドル	25％	160億ドル	25％
18年９月 第３弾	2,000億ドル	10％	600億ドル	５～10％
19年５月	同上	25％	同上	10～25％
19年９月 第４弾ａ	1,100億ドル	15％	計750億ドル （既往分への上乗せを含む）	５～10％
19年12月 第４弾ｂ	1,600億ドル	15％		
19年10月 →見送り	第１～３弾の分を30％へ			

（注）USTR資料、各種報道などより作成

２．米国経済

⑴　政策効果剥落から成長率は鈍化へ

米国の７～９月期のGDP成長率は前期比年率＋1.9％と前期（＋2.0％）からやや鈍化した。内訳をみると、企業設備投資が同3.0％減、輸出が同0.7％増と振るわなかった一方、個人消費が同2.9％増と底堅く、住宅投資が６四半期ぶりに同5.1％増と増加に転じたことが全体を支えた。

ここで、各種サーベイデータをみると、企業の景況感指数が悪化している点が目を引く。例えば、ISMの製造業指数は約10年ぶりの低水準まで悪化しているほか、従来底堅さをみせていた非製造業指数もここにきて悪化の度合いを強めており、今後の推移を注視する必要があろう。

一方、雇用情勢をみると、今年に入って雇用拡大の勢いが弱まっている。直近10月の雇用統計において、非農業部門の就業者数は12.8万人増と前月の18.0万人増から減速した。昨年中は月平均22万人増のペースで推移していたものが、今年は同17万人増程度まで落ちている。一方、10月の失業率は3.6％と前月の3.5％からは上昇したものの1969年以来の低水準を維持している。この間賃金の動きをみると、時間あたり賃金の前年比伸び率は昨年秋以降３％台の推移となっているが、足元では頭打ちの動きとなっている。

今後の米国経済は、トランプ減税などの政策効果が剥落することに加え、米中貿易戦争の激化を受けた輸出や設備投資の鈍化を背景に、来年にかけて減速局面が続くとみている。ただ、FRBが予防的金融緩和に動いていることは米経済のサポート要因となることから、さしあたり景気後退入りは予想していない。実質成長率は19年の＋2.3％の後、20年は＋1.9％になるものと予測している。

⑵　良好な雇用環境が消費を下支え

７～９月期の実質個人消費は前期の前期比年率4.6％増から減速して同2.9％増となったものの、底堅さを示した。今後についても雇用環境の改善を前提に、引き続き消費は緩やかに増加していくとみている。

⑶　住宅投資は持ち直しへ

住宅投資は昨年から停滞してきたが、７～９月期は久方ぶりの増加となった。月次指標の動きをみると、先行指標である住宅市場指数が上向いているほか、着工許可件数、販売戸数も反転の動きとなっているようである。このところの金利低下も好影響を及ぼしている可能性がある。今後は、金利低下に加えて賃金の増加など所得面の支えもあり、緩やかに持ち直していく展開が予想される。

⑷　設備投資は減速

企業設備投資は足元減少した。トランプ政権による法人税減税の効果が一巡したと考えられる。先行指標である非国防資本財受注も昨年７月をピークとして頭打ち気味の推移となっている。設備投資は昨年前半に前期比年率８％程度のペースで増加したが、今後は減速が明確になろう。

⑸　貿易戦争の影響に加え、輸出環境も悪化

７～９月期の実質輸出は前期比年率0.7％増と小幅増加した。前期に同5.8％減と大きく減少していたことからすれば弱含み基調が続いていると考えられる。中国向けの減少ぶりが目を引くが、米国輸出全体を取り巻く環境をみると、主要輸出相手国の成長率が鈍化していることに加え、為替面では実効レートでドル高となっており、需要・価格両面で輸出の下押し要因となっているものとみられる。

⑹　インフレ率は頭打ち

インフレ指標はコアCPI、コアPCEデフレーターとも足元頭打ちの動きとなっている。失業率は完全雇用に近いところまで低下しているとみられるものの、賃金上昇率に加速感が出ていないことがインフレ抑制要因になっていると捉えられる。今後についてもトランプ減税などの政策効果の剥落から成長率が鈍化していくとみられること、これに伴い需給ギャップの改善も一服するとみられることなどから、インフレ率は引き続き頭打ち傾向で推移しよう。

３．欧州経済

⑴　景気停滞が続く

ユーロ圏経済は停滞が続いている。今年７～９月期の成長率は前期比＋0.2％と前期から変わらずとなった。設備投資と輸出の頭打ちが影響したとみられる。この間、ユーロ圏、ドイツとも景況感指数は悪化基調で推移している。特に、ドイツの実質GDP成長率は４～６月期が前期比－0.2％、７～９月期が同＋0.1％と低迷が続いており、先行きも警戒が必要だろう。今後については、海外経済減速の影響から、来年にかけても停滞感の強い展開を余儀なくされる見通しである。ユーロ圏の実質成長率は今年＋1.1％の後、来年は＋1.0％と予想している。

⑵　英国のＥＵ離脱は引き続き波乱要因

当面の波乱材料は英国のＥＵ離脱の行方であろう。ジョンソン首相は10月に入り、懸案であったアイルランド国境管理問題について新しい提案を打ち出した。これは、①まず英国全土（北アイルランドを含む）がＥＵの関税同盟を脱退、②その場合、アイルランド国境に物理的な税関施設は設けず、税関管理は電子申告などを用いて行う、③一方で、農産品・工業品の規格ルールについては北アイルランド地域のみＥＵにとどまり、その後の残留の是非は北アイルランド議会が４年ごとに判断する、という内容である。

この「新離脱案」は10月17日に英国とＥＵで合意されたものの、19日に同案の採決を英国下院が先送りしたため、当初の期限であった31日離脱は困難になった。その後28日にＥＵが離脱時期を最長で来年１月31日まで延期することで合意する一方、ジョンソン首相は議会を解散して総選挙を行う特例法案を29日に提出、同法案は上下両院で可決されたため、12月12日に総選挙が実施されることになった。

今後ジョンソン首相は選挙後の新議会のもとで改めてＥＵ離脱を目指すことになるわけであるが、直近の世論調査では保守党が優勢との結果が出ている。とはいえ、実際に同党が単独過半数を獲得できるかどうかは不透明であり、英国のＥＵ離脱問題の行方は依然として予断を許さない状況にあるといえよう。

４．中国経済

今年７～９月期の実質GDP成長率は＋6.0％と前期の同＋6.2％から鈍化した。月次の企業景況感指数の動きをみると、年明けにかけていったん上向いたものの、その後は横這いないし再悪化の動きになっている。

先行きについては、政府が打ち出した４兆元の経済対策の効果顕在化が期待される。もっとも、今後年末にかけて米国による制裁関税「第４弾」の残りの部分が発動されれば、対策効果が打ち消される可能性があり、事態の注視が必要だろう。実質成長率については19年の＋6.2％の後、20年は＋6.0％になるものと予想している。

５．日本経済

⑴　国内景気は力強さに欠ける展開

国内景気は力強さに欠ける展開が続いている。今年７～９月期の実質GDP成長率（１次速報、11月14日公表）は、前期比＋0.1％と前期（同＋0.4％）に比べ鈍化した。内訳をみると（**図表２**）、個人消費が同0.4％増、住宅投資が同1.4％増、設備投資が同0.9％増、政府消費は同0.5％増、公共投資は同0.8％増となった。また、輸出は同0.7％減となる一方、輸入が同0.2％増と増加したため、純輸出の前期比成長率に対する寄与度は0.2％のマイナスになっている。

今回の統計は、10月より実施された消費税率引き上げ前の駆け込み需要がどの程度となるかという点でも注目されたが、消費の内訳をみると、耐久財が前期比3.2％増と高い伸びになるなど一部では駆け込みが生じたものの、消費全体の伸びはマイルドなものにとどまった。これは、ポイント還元など政府が講じた各種需要平準化措置が功を奏したほか、今年４～６月期の消費が10連休効果で押し上げられていたことによるものとみられる。

この間の企業の生産動向をみると、直近９月の鉱工業生産は前月比1.7％増と増加した。主な業種の動きをみると、輸送機械が頭打ちとなる一方、低迷が続いてきた電子部品・デバイスは足元底入れの動きとなっている。目先の生産動向について生産予測指数をみると、10月は前月比0.6％増、11月は同1.2％減となっており（**図表３**）、これを元にすれば10～12月期は前期比0.7％程度の小幅増産ということになる。ただ、このところ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ろう。

⑵　実質GDP成長率は19年度＋0.6％、20年度＋0.4％の見通し

当面の景気動向を展望すると、今年度については、10月より実施された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ていること、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ている

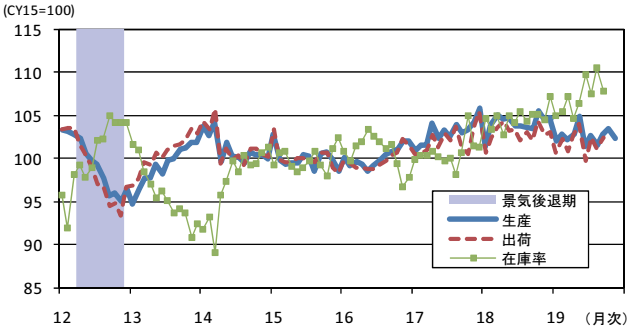
（図表２）実質GDPの推移

（前期比、％）

	2018年		2019年		
	７～９	10～12	１～３	４～６	７～９
実質GDP	-0.5	0.4	0.5	0.4	0.1
［年率換算］	[-1.9]	[1.8]	[2.2]	[1.8]	[0.2]
民間最終消費	-0.1	0.3	-0.0	0.6	0.4
民間住宅	0.4	1.1	1.1	0.5	1.4
民間企業設備	-3.2	3.2	-0.4	0.7	0.9
民間在庫変動	(0.3)	(-0.0)	(0.1)	(-0.1)	(-0.3)
政府最終消費	0.2	0.7	-0.0	1.2	0.5
公共投資	-2.5	-1.0	1.8	2.1	0.8
純輸出	(-0.1)	(-0.4)	(0.4)	(-0.3)	(-0.2)
輸出	-1.8	1.1	-2.0	0.5	-0.7
輸入	-1.2	3.8	-4.1	2.1	0.2

（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

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、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てい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など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。実質成長率は＋0.4％になるものと予測している（**図表４**）。

⑶ 消費税率引き上げに伴う駆け込みは全体としては小幅にとどまる

今年７～９月期の個人消費は前期比0.4％増となった。消費税率引き上げ実施直前期としては緩やかな増加にとどまったが、これは前述のとおり、５月の10連休効果の反動という面に加え、政府による需要平準化策が功を奏した結果とみられる。

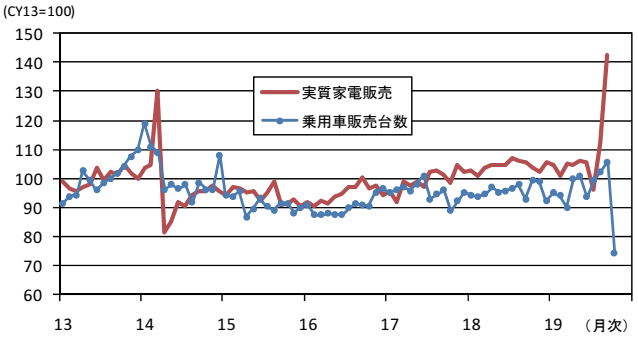
もっとも分野別にみると、相応の振れは生じている。耐久財消費の動向をみると、家電販売については増税前の駆け込みから９月分が急増する一方、乗用車販売は直近10月分が急減しているという状況である（**図表５**）。消費税率引き上げ後の全体的な状況については今後のデータ蓄積を待つ必要があるが、消費全体としては今回の駆け込みの規模は小さかったことから、反動減についても小幅なものにとどまるとみている。また、賃金の緩やかな増加局面が続いていることも消費の下支え要因になろう（**図表６**）。

（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	0.4	0.5
	住宅投資	−4.3	1.1	−2.7
	設備投資	3.5	1.7	0.0
	政府消費	0.9	2.4	1.2
	公共投資	−4.0	2.8	2.7
	輸出	1.6	−1.7	0.1
	輸入	2.2	0.1	0.5
名目ＧＤＰ		0.5	1.5	0.9
ＧＤＰデフレーター		−0.2	0.9	0.6
生鮮除く消費者物価		0.8	0.6	0.5
国内企業物価		2.2	0.1	0.0
名目雇用者報酬		2.8	1.4	1.5
鉱工業生産		0.3	−2.4	−0.8
完全失業率		2.4	2.4	2.4
新設住宅着工戸数		95.0	89.7	88.6
経常収支		19.2	20.4	24.1
米国ＧＤＰ		2.9	2.3	1.9
ユーロ圏ＧＤＰ		1.9	1.1	1.0
中国ＧＤＰ		6.6	6.2	6.0
対ドル為替レート		111	107	105
原油輸入価格		0.5	1.5	0.9

（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

（図表５）耐久財消費の推移（季調値）



（注１）実質家電販売は、名目販売金額を対応するCPIでデフレートしたもの
（注２）経済産業省、総務省、日本自動車工業会のデータより作成

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ることになろう。

⑷　住宅投資は今後反動減局面に

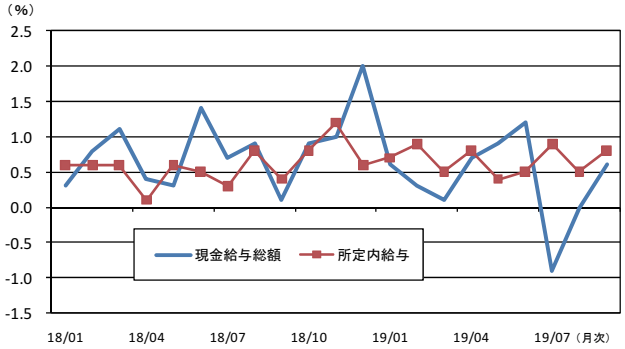
今年７～９月期の住宅投資は前期比1.4％増と５四半期連続の増加となった。月次の住宅着工戸数の動きをみると、消費税率引き上げを意識した駆け込み需要が持家と分譲住宅で小規模ながら発生していたが、その動きも一巡した模様である（**図表７**）。今後は反動減の動きが出てくることになると思われるが、駆け込みの規模は前回増税時に比べ小規模なものにとどまっていることから、反動減の規模も大きくはならないものと思われる。

⑸　設備投資は来年度にかけて頭打ち

今年７～９月期の民間設備投資は前期比0.9％増と増加した。前期に続いてプラスとなったが、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・先送りする動きは出ているものとみられる。例えば、日銀短観における設備投資計画調査の結果をみると、直近９月調査における19年度計画は前年度比＋5.8％と堅調な伸びを確保しているが、前回調査時の同＋6.1％からは下方修正されている。また、機械受注などの先行指標も頭打ち気味の動きとなっている（**図表８**）。

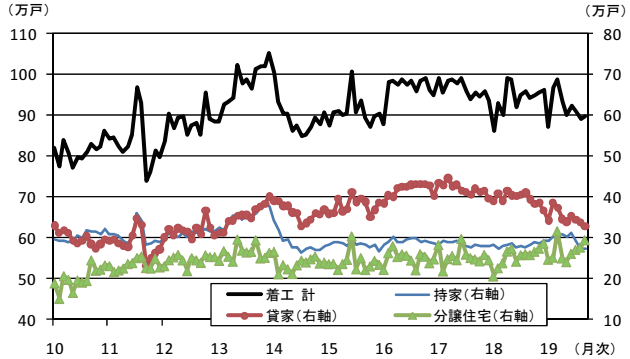
一方で企業は深刻な人手不足を背景に効率化投資を推進する必要性に直面しているとみられる。また、目先は東京オリンピックに向けた投資需要が下支えとなることも期待できることなどから、今年度中の設備投資は底堅い展開になるとみている。もっとも、近年の

（図表６）賃金の動向（前年比、共通事業所ベース）



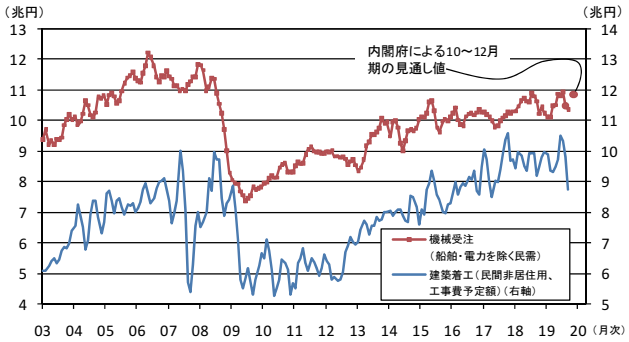
（注）厚生労働省のデータより作成

（図表７）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８）設備投資先行指標の推移



（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

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（**図表９**）。今後はこの点からの調整圧力が顕在化することに加え、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。

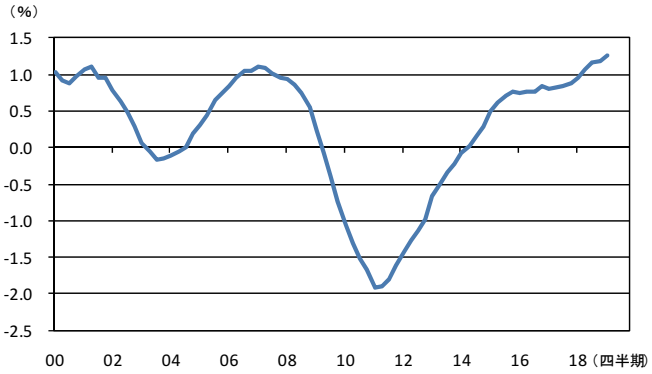
⑹　公共投資は増加基調に

今年７～９月期の公共投資は前期比0.８％増と前期に続く増加となった。月次の関連指標も基調としては上向きの動きとなっている（**図表10**）。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、10月の台風被害を受け、政府は19年度補正予算と20年度予算に経済対策を盛り込む方針である。この点は20年度の公共投資増加要因となることから、公共投資は来年度にかけても景気の下支え要因となろう。

⑺　輸出は弱含みが続く

今年７～９月期の実質輸出は前期比0.７％減となった。輸出動向を地域別にみると、米国及び中国向けの減少が目立っており（**図表11**）、米中貿易戦争の影響がみてとれる。世界的にも貿易取引の縮小局面が続いており（**図表12**）、日本にとっての輸出環境は厳しいものとなっている。なお、半導体サイクルに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。データセンター需要が復調しているほか、次世代通信規格「５Ｇ」関連の投資が増加している模様である。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、ＩＴ関連財需要の本格的な回復は期待しにくいとみている（**図表13**）。

（図表９）設備投資の伸びから推定された企業の期待成長率

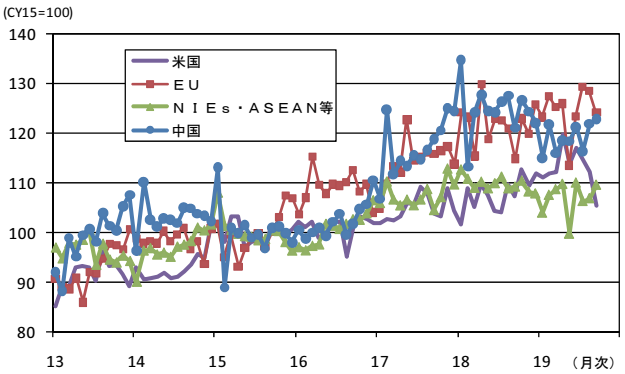


（注１）「設備投資前年比×前年の設備投資・資本ストック比率＝期待成長率＋資本係数のトレンド成長率＋資本減耗率」の関係から算出。８四半期移動平均
（注２）内閣府のデータより作成

（図表10）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11）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

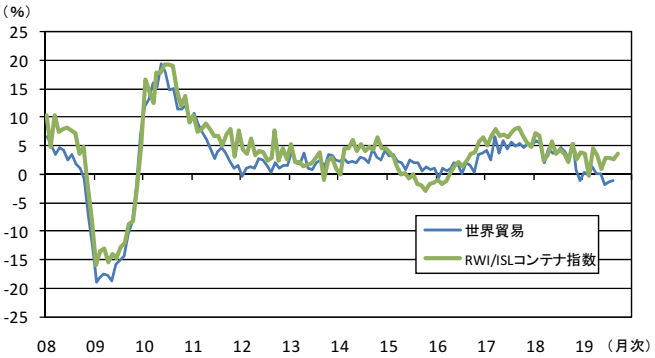
(8) インフレ率は実勢ベースで減速

全国コアCPI（除く生鮮食品）前年比上昇率は今年４月分が＋0.9％となった後、５月が＋0.8％、６・７月が＋0.6％、８月＋0.5％、直近９月は＋0.3％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14）**。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、目先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、同時に実施された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。これらを踏まえつつ、コアCPI上昇率は19年度が＋0.6％、20年度は＋0.5％になるものと予想している。

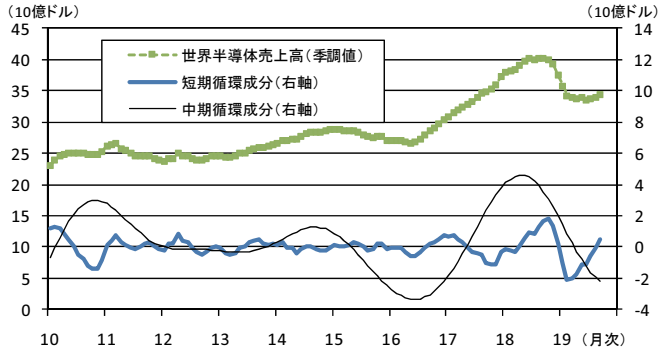
（11月15日　記）

（図表12）世界貿易の推移（前年比）



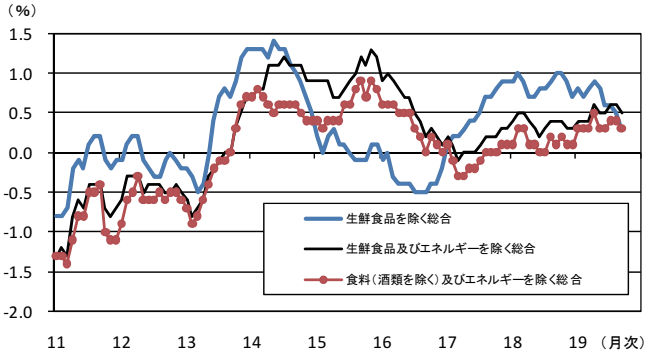
（注）データストリームのデータより作成

（図表13）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