

国内景気見通し

～実質成長率予測は18年度+1.1%、19年度+0.7%～

調査研究部 木下 茂

○国内景気は持ち直し

国内景気は年明けから春先にかけての足踏み状況から持ち直している。9月10日に公表された4～6月期のGDP統計2次速報によれば、同期の成長率は前期比+0.7%となり、1～3月期のマイナス成長（同-0.2%）からプラスに転じた（図表1）。

内訳をみると、輸出が1～3月期から鈍化したほか、住宅投資の減少が続いたものの、一方で個人消費が増加するとともに、設備投資が大きく伸びを高めた。また、今回の2次速報値と8月10日公表の1次速報値を比べると、1次速報値の前期比+0.5%から上方修正されたが、これは設備投資が9月3日公表の「法人企業統計」の結果を受けて改訂されたことが主因である。

この間の企業の生産活動の動向をみると（図表2）、直近7月の鉱工業生産（確報、9月14日公表）は前月比-0.2%と前月の同-1.8%に続く減少となった（5月以降3か月連続の減少）。7月は特に輸送機械（同-4.2%）、鉄鋼（同-4.9%）の減少が目立ったが、これには西日本豪雨を受けた一部工場の操業停止が影響したものとみられる。

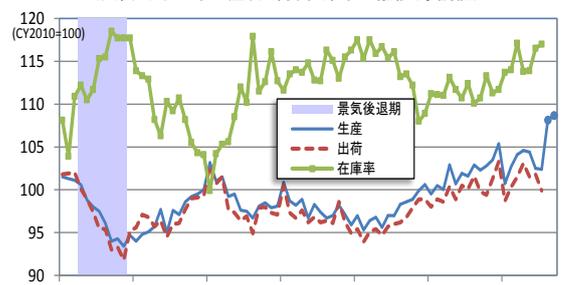
先行きについて、企業の生産計画を示す生産予測指数の動きをみると、8月は前月比+5.6%、9月は同+0.5%と持ち直す見込みとなっているが、このところの豪雨・台風・地震などの自然災害の影響もあり、この達成は厳しいとみられる。

（図表1）実質GDPの推移（前期比、%）

	2017			2018	
	7～9	10～12	1～3	4～6	
				1次速報	2次速報
実質GDP	0.6	0.2	-0.2	0.5	0.7
[年率換算]	[2.3]	[0.9]	[-0.9]	[1.9]	[3.0]
個人消費	-0.7	0.3	-0.2	0.7	0.7
住宅投資	-1.4	-3.0	-2.5	-2.7	-2.4
設備投資	1.3	0.9	0.7	1.3	3.1
在庫投資	(0.4)	(0.2)	(-0.2)	(0.0)	(0.0)
政府消費	0.1	0.1	0.0	0.2	0.2
公共投資	-2.8	-0.6	-0.4	-0.1	0.0
純輸出	(0.6)	(-0.1)	(0.1)	(-0.1)	(-0.1)
輸出	2.1	2.1	0.6	0.2	0.2
輸入	-1.5	3.3	0.2	1.0	0.9

（注）1. 在庫投資、純輸出は寄与度
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
2. 景気後退期は内閣府調べ
3. 経済産業省のデータより作成

○実質成長率は18年度+1.1%、19年度+0.7%の見通し

当面の景気動向を展望すると、今年4～6月期は上述のとおり高めのプラス成長を達成したものの、続く7～9月期については自然災害を背景とした一部工場の操業停止、消費手控え、インバウンド需要の減退などの影響が顕在化するとみられ、成長率は大きく鈍化するとみられる。もっともこれはあくまでも一時的な動きであり、基調としては企業の設



備投資の増加が続くこと、雇用・所得環境の改善が個人消費の押し上げ要因になること、などから18年度の景気は基調として持ち直し局面が持続しよう。なお、ここでは差し当たり米中貿易摩擦が世界経済を大きく下押しする重石にはならないと想定している。実質成長率は+1.1%と予測する（図表3）。

続く19年度については、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、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、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は、18・19年度を通じ一定の景気下支え要因となろう。以上を踏まえ、19年度の実質成長率は18年度から鈍化して+0.7%になるものと予測する。

なお、今回の税率引き上げは年度途中に実施されることから、これに前後して駆け込み需要とその反動減が生じたとしても、その影響は年度内で収まるため、駆け込みに起因する年度ベースでの成長率の上下動はほとんど生じないと考えられる。

以下では主な項目ごとに4～6月期の動きを概観しつつ当面の見通しについて述べることにする。

○個人消費は天候要因に攪乱される展開

実質個人消費は前期のマイナスから持ち直して前期比+0.7%となった。年初に落ち込んだ耐久財消費が持ち直した（図表4）。良好

（図表3）日本経済見通し総括表

	17年度 (実績)	18年度 (予測)	19年度 (予測)
実質 GDP	1.6	1.1	0.7
個人消費	0.8	0.7	0.2
住宅投資	-0.4	-3.7	0.2
設備投資	3.1	6.0	1.1
在庫投資(寄与度)	(0.1)	(0.1)	(0.0)
政府消費	0.7	0.5	0.7
公共投資	1.4	-1.4	-0.1
純輸出(寄与度)	(0.4)	(-0.2)	(0.3)
輸出	6.3	3.3	3.6
輸入	4.1	4.4	2.0
名目 GDP	1.7	1.2	1.8
GDPデフレーター	0.1	0.1	1.1
生鮮除く消費者物価	0.7	0.9	1.3
国内企業物価	2.7	2.4	2.2
名目雇用者報酬	2.3	3.9	2.5
鉱工業生産	4.1	1.9	0.7
完全失業率	2.7	2.4	2.4
新設住宅着工戸数	95	101	99
経常収支	22	21	19
米国 GDP	2.2	2.7	2.5
ユーロ圏 GDP	2.4	2.2	2.2
中国 GDP	6.9	6.5	6.3
対ドル為替レート	111	112	116
原油輸入価格	57	74	76

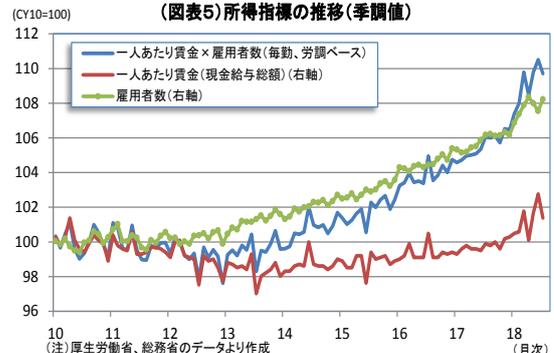
(注)1. 失業率は%、住宅着工は万戸、経常収支は兆円、為替レートは円/ドル、原油価格はドル/バレル、その他は前年比%で表示
2. 米国、ユーロ圏、中国のGDPは暦年
3. INDB、データストリーム、その他各種資料より作成

（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



な雇用・所得環境も消費を後押ししていると思われる（図表5）。ただ、7月以降については、猛暑を背景に夏物消費が増加する一方で、外出の手控えなどマイナスの影響も出ていとみられ（例えば、7月の外食産業売上高は前年比+0.5%と前月の同+3.3%から大きく鈍化）、差引での天候要因の影響は慎重に見極める必要がある。

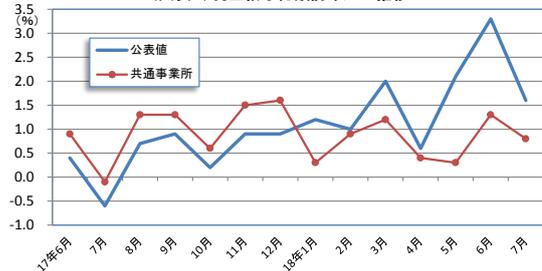
また、生育不良によりこのところ生鮮野菜が値上がりしていることも消費者マインドを下押ししよう。さらに、西日本豪雨、台風21号、北海道胆振東部地震の影響なども勘案すると、伸びが高かった4～6月期の反動もあり、7～9月期の消費は低調なものに終わる可能性が高いとみている。

なお、賃金については、年明け以降厚生労働省「毎月勤労統計」ベースの賃金上昇率が高まっているが、調査対象事業所のサンプル入れ替えの影響が指摘されている。同省より「参考資料」として同時公表されている共通事業所ベースの数値をみると、緩やかな伸びにとどまっており、この点を割り引いてみる必要がある（図表6）。とは言え、賃金が増加傾向にある点には変わりはないとみられ、こうした雇用・所得環境の改善を支えに、今後も消費の基調としては緩やかな持ち直しが持続するものと予想している。

○住宅投資は貸家中心に減少

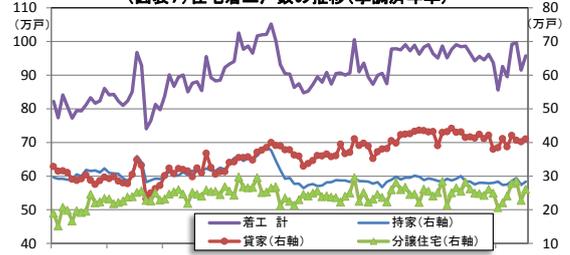
実質住宅投資は前期に続いて減少し前期比-2.4%となった。貸家需要の一巡の影響が出ている。もっとも、月次の着工統計は底堅く推移しており、一方的に減少していく状況ではないようだ（図表7）。今後は、早ければ年度後半にも来年度の消費税率引き上げをにらんだ駆け込み需要が出てくる可能性があり、一定の下支え要因となろう。

（図表6）現金給与総額前年比の推移



（注）厚生労働省「毎月勤労統計」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）



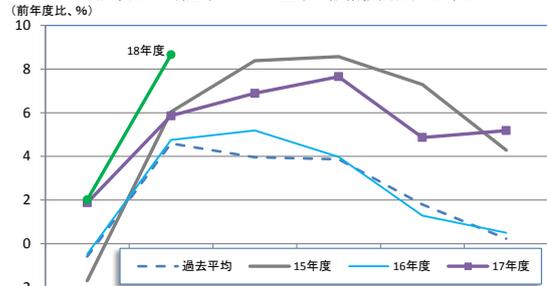
（注）国土交通省のデータより作成

（図表8）設備投資関連指標の推移



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

（図表9）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）
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
3. 日銀短観のデータより作成



○設備投資は増加が続く

実質設備投資は1～3月期の前期比+0.7%から大きく伸びを高めて同+3.1%となった。「法人企業統計」により業種別の動きをみると、製造業は1～3月期の前年比+2.8%から4～6月期は同+19.8%、非製造業も1～3月期の同+3.6%から4～6月期は同+9.2%と伸びを高めた(いずれもソフトウェアを除くベース)。

この間、月次の関連指標の動きをみると、機械受注は足元増加一服だが、建築着工は引き続き増加基調にある(図表8)。また、日銀短観ベースの設備投資計画をみても、年度前半の計画としては強めの数値となっている(図表9)。今後調査回数が進むに従い伸びは鈍化してくると思われるが、それでも年度末の着地は高水準になる可能性が高い。

ただ、中期的な設備投資循環につき設備投資/資本ストック比率の動きをみると、足元は既に過去の景気回復局面のピーク水準に達していることがわかる(図表10)。この点から、今後は徐々にストック調整圧力が強まる局面に入っていくとみておくべきだろう。

○公共投資はやや弱含み

実質公共投資は前期から横這いとなった。もっとも足元の月次指標は底堅い動きとなっている(図表11)。年度末にかけては災害復興関連の支出が執行されると思われる、一定の下支え要因として期待できよう。

○輸出は足元頭打ちに

実質輸出は前期比+0.2%と前期の同+0.6%から鈍化した。背景としては世界経済全体の伸び鈍化が考えられる。地域別には米国向け、品目別には自動車関連がこのところ低

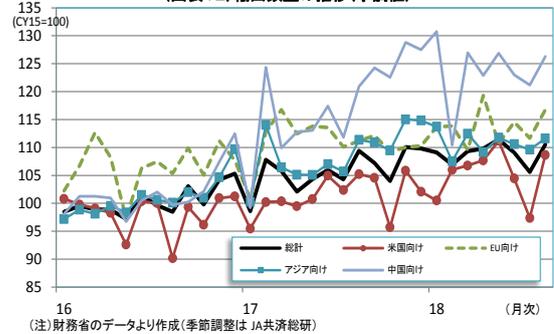
(図表10)設備投資/資本ストック比率の推移(季調値)



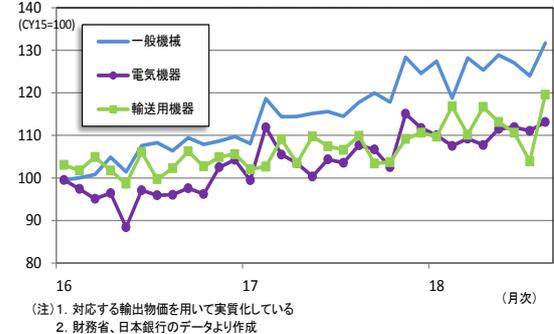
(図表11)公共工事関連指標の推移(名目、季調済年率)



(図表12)輸出数量の推移(季調値)



(図表13)品目別輸出の推移(実質、季調値)





調であるが、これは米国の乗用車販売の頭打ちを反映したものであろう。一方で中国向けが底堅さをみせているが、これは7月からの同国における関税率引き下げを受けたものとみられる。なお、9月19日公表の8月分貿易統計では米国向け及び輸送用機器が持ち直しているが、持続性については慎重にみる必要がある（図表12、13）。また、対外収支面では、これまでインバウンド需要の高まりが経常収支改善要因となってきたが、今年に入って訪日外客数は伸び悩んでいる（図表14）。今後は一連の自然災害の影響から一段と海外旅行者が減少する事態が予想される。

当面の波乱要因はやはり米中貿易摩擦の行方であり、今後発表される統計でその影響を見極めていく必要がある。トランプ政権は9月17日、対中国制裁関税の第3弾（課税対象約2,000億ドル）を24日に発動すると発表した。これまでの第1弾（同約340億ドル）、第2弾（同約160億ドル）と比べて今回は金額規模が大きいこと、内容としても消費財の比率が上昇していることなどから、米中両国経済への悪影響が懸念される。また、米国が自動車・同部品の関税率を25%に引き上げた場合の日本経済に対する影響についても不安要因として熾り続けよう。

なお、これまで悪化を続けていた韓国・台湾の電子部品サイクルに好転の兆しが出ているが、この点は日本のIT関連財生産にとり好材料といえよう（図表15）。

〇インフレ率は年度末にかけ上昇の見込み

年明け以降軟調な動きを示してきた全国コアCPI（除く生鮮食品）であるが、直近8月分（9月21日公表）は前年比+0.9%と前月の同+0.8%から若干加速し、上向きの兆しが出ている（図表16）。目先的には、年明け以降進

（図表14）訪日外国人観光客数と旅行収支の推移（季調値、年率）



（図表15）韓国・台湾の電子部品サイクル（出荷/在庫バランス）



（図表16）全国CPIの推移（前年比）



（図表17）サービス価格と賃金の推移（前年比）





展した円高によるインフレ率下押し要因と、このところの原油価格上昇によるインフレ率押し上げ要因の綱引きになるとみられるが、基調としては、GDPギャップの改善が物価押し上げ要因として作用するとみている。また、足元の賃金の増加はサービス価格の上昇を通じてインフレ率を押し上げることになる

(図表17)。 (9月21日 記)

(補論1)

対中報復関税第1弾・第2弾(課税対象計約500億ドル、追加税率25%)、第3弾(同約2,000億ドル、同10%)に加えて、仮に米国が今後中国からの輸入額全体を対象として報復関税を発動とした場合の中国経済への影響を試算すると、GDPに対し約1%の下押し要因となる(平均追加税率を11.5%と仮定し、米国の中国からの輸入物価が同率で上昇するものと想定)。米国の中国からの輸入の価格弾性値の計測結果は以下のとおり。

(補論1図表)米国の中国からの輸入関数推計

定数項	米国実質GDP	米国の対中国輸入物価 / 米国国内物価	自由度修正済決定係数
0.3383	2.7160 (4.8878)	-2.1845 (-5.5624)	0.6732

- (注) 1. 前年比伸び率を用いて計測
 2. 計測期間: 2005Q2~2018Q2
 3. カッコ内はt値
 4. データストリームなどのデータより作成

(補論2)

トランプ大統領が言及している自動車・同部品への25%の関税率引き上げの日本経済への影響を試算すると、GDPに対し0.2%程度の下押し要因となる(5%から25%への税率引き上げにより米国の自動車関連輸入物価が19%程度上昇するものと仮定すると、同国の自動車関連輸入は20%強の減少が見込まれ、これと同率で日本からの対米自動車関連輸出が減少するものと想定)。米国の自動車関連輸入の価格弾性値の計測結果は以下のとおり。

(補論2図表)米国自動車関連輸入関数推計

定数項	米国実質GDP	米国自動車関連輸入物価 / 国内自動車関連物価	自由度修正済決定係数
-3.2926	3.5140 (7.0927)	-1.1224 (-2.2968)	0.7887

- (注) 1. 前年比伸び率を用いて計測
 2. 計測期間: 1996Q1~2018Q2
 3. カッコ内はt値
 4. 上記の説明変数のほかに適宜リーマンショックダミーを挿入している
 5. データストリームなどのデータより作成