

日本経済情報

2019 年 3 月号

Summary

【内 容】

10～12 月期の成長率は上方修正

1 月以降は輸出の落ち込みが顕著

設備投資はピークアウトの可能性高まる

個人消費はやや改善

政府は景気判断を下方修正

公共投資が当面の景気を下支え

個人消費は所得環境改善を背景に拡大基調を維持

景気は拡大基調を維持するも物価上昇圧力高まらず

日本経済改訂見通し～拡大基調維持するもデフレ脱却は遠い

2018 年 10～12 月期の実質 GDP 成長率は上方修正され、自然災害の影響で前期比マイナスとなった 7～9 月期から持ち直し、景気が緩やかな拡大基調をкаろうじて維持していることを確認。

ただ、1 月以降は中国向けを中心とする輸出の落ち込みが鮮明となり、設備投資は先行指標が一段と悪化しピークアウトの可能性が高まるなど、景気の停滞感が強まっている。個人消費は小売販売が若干改善するも、政府は輸出や生産の弱さを主因に景気判断を下方修正。景気後退局面入りも懸念される状況にある。

今後を展望すると、補正予算で積み増された公共投資が当面の下支え役として期待されるが、輸出は中国向けの回復に時間がかかり当面は伸び悩み、設備投資も製造業での調整により一旦はピークアウトしよう。

そうした中で、個人消費が所得環境の改善や駆け込み需要、消費増税対策などから景気を支え、日本経済は緩やかな拡大基調を維持する見通し。ただ、1%程度とされる潜在成長率を下回る状況が続き、物価上昇圧力は高まらず、東京五輪後は景気後退の可能性もあるなど、デフレ脱却は当分見通せない。

伊藤忠経済研究所
チーフエコノミスト
武田淳
(03-3497-3676)
takeda-ats
@itochu.co.jp

日本経済の推移と予測(年度)

前年比, %, %Pt	2016 実績	2017 実績	2018 予想	2019 予想	2020 予想
実質GDP	0.9	1.9	0.6	0.8	0.4
国内需要	0.1	1.5	0.9	0.8	0.2
民間需要	▲0.1	1.8	1.2	0.7	0.1
個人消費	0.0	1.1	0.7	0.8	0.6
住宅投資	6.3	▲0.7	▲4.6	▲3.0	▲3.8
設備投資	▲0.5	4.6	3.3	0.2	▲0.7
在庫投資(寄与度)	(▲0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(▲0.1)
政府消費	0.7	0.4	1.0	0.9	0.8
公共投資	0.6	0.5	▲3.2	2.8	▲1.7
純輸出(寄与度)	(0.7)	(0.4)	(▲0.3)	(▲0.0)	(0.3)
輸 出	3.6	6.4	2.0	2.5	2.4
輸 入	▲0.9	4.0	3.5	2.6	0.9
名目GDP	0.7	2.0	0.7	2.0	1.1

10～12 月期の成長率は上方修正

3月8日に発表された2019年10～12月期GDPの2次速報値(QE)は前期比+0.5% (年率+1.9%) となり、1次速報値の+0.3% (+1.4%) から上方修正された。概ね予想通りの上方修正であったが、民間在庫投資は大方の予想を上回る上方修正(1次速報値：前期比寄与度▲0.2%Pt→2次速報値 0.0%Pt)となった。そのほか、法人企業統計季報の発表を受けて設備投資が小幅上方修正(前期比+2.4%→+2.7%)された一方で、公共投資は基礎統計の12月分発表を受けて小幅下方修正(▲1.2%→▲1.7%)されたが、これらは予想通りである。また、輸出が小幅上方修正(+0.9%→+1.0%)された。

予想外だったのは、個人消費の下方修正(10～12月期1次速報値+0.6%→2次速報値+0.4%)であろう。内訳を見ると、半耐久財(+1.8%→+2.2%)が上方修正された一方で、耐久財(+3.3%→+3.0%)、非耐久財(▲1.2%→▲1.6%)、サービス(+1.0%→+0.9%)は下方修正された。ただ、いずれも小幅な修正であり、マインドに左右されやすい「選択的支出」である耐久財や半耐久財の堅調拡大が続き、サービスはリバウンド、非耐久財の低迷が続くという構図は変わらない。個人消費は、7～9月期の落ち込みから持ち直し、消費者マインドの過度な委縮が緩和することで徐々に回復に向かっていると評価して良いだろう。

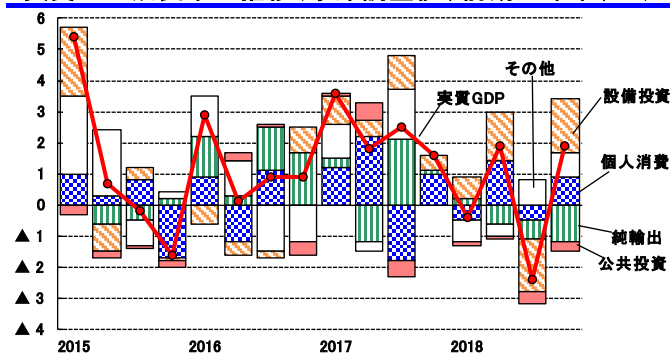
GDP統計を見る限り、10～12月期の日本経済は、設備投資や個人消費といった内需の主導によって、自然災害で落ち込んだ7～9月期から持ち直し、緩やかな拡大基調をкаろうじて維持していると評価できる。

1月以降は輸出の落ち込みが顕著

しかしながら、1月以降の指標は、景気の足取りの重さを示すものが目立つことも事実である。筆頭に挙げられるのは、輸出であろう。輸出の大部分を占める財(モノ)の動きを示す通関輸出数量指数は、1月に前年同月比▲9.0%までマイナス幅を拡大、2月は▲0.6%まで水準を戻したが、1～2月を均してみれば前年同期比▲4.7%となり、10～12月期の▲1.4%から落ち込みが加速している。

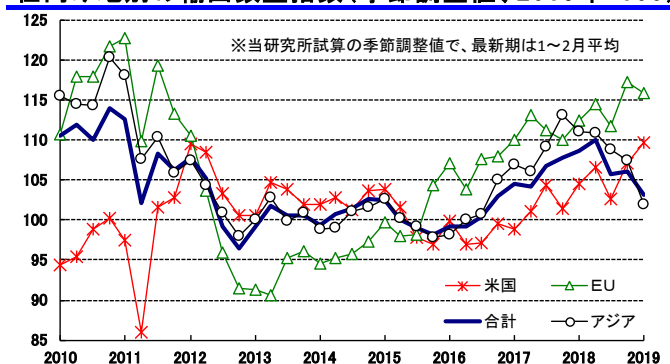
当研究所試算の季節調整値で見ても、1～2月の輸出の水準は10～12月期を2.8%下回っており、輸出の落ち込みが確認できる。仕向け地別には、アジア向けの▲5.2%(1～2月の10～12月期比)が目立ち、その主因は景気の減速が鮮明な中国向け(▲6.9%)である。EU向けも落ち込んでいるが小幅(▲1.1%)にとどまっており、景気好調の米国向けは拡大が続いており(+2.5%)、輸出の落ち込みはほぼ中国向けによるものだと言って良いだろう。

実質GDP成長率の推移(季節調整値、前期比年率、%)



(出所)内閣府

仕向け地別の輸出数量指数(季節調整値、2015年=100)



(出所)財務省

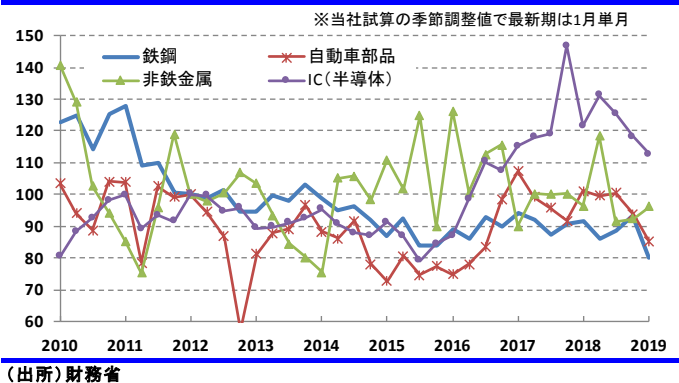
中国向け輸出の主な財の動きを見ると、IC（半導体）や自動車部品、鉄鋼の減少が目立つ。これらのうち、IC（半導体）や自動車部品については、中国内のハイテク分野の生産調整や自動車販売の不振が背景にあるとみられる¹。前者は在庫調整に少なくとも半年程度の時間を要すること、後者は政府が1月に打ち出した購入支援策の効果待ちというところである。

設備投資はピークアウトの可能性高まる

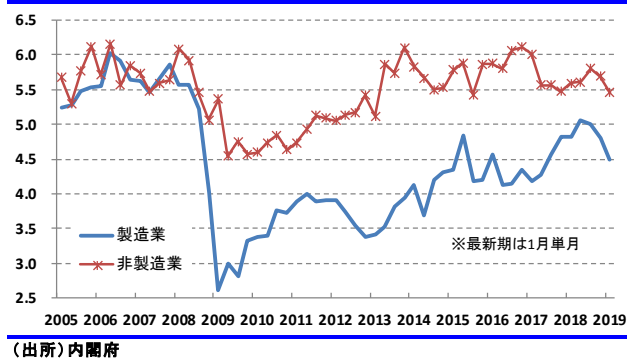
設備投資の先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）も、1月に前月比▲5.4%と比較的大きな落ち込みを見せた。減少は3ヵ月連続となり、その結果、1月の水準は10～12月期を5.6%も下回った。機械受注は10～12月期に前期比▲3.2%と6四半期ぶりの減少に転じているが、1月の大幅減によって2四半期連続のマイナス、設備投資がピークアウトする可能性が高まった。

業種別には、製造業からの受注が1月に10～12月期比で▲6.3%となり、設備投資落ち込みの確度が高まったことに加え、非製造業も1月は10～12月期比▲4.0%と落ち込み、頭打ちの可能性が出てきた。特に製造業においては、輸出が伸び悩む中で企業業績の改善が一旦ピークアウトするなど、外部環境も設備投資の一服に整合的であり、その深さはともかく、調整局面入りしたとみた方が良さそうである。

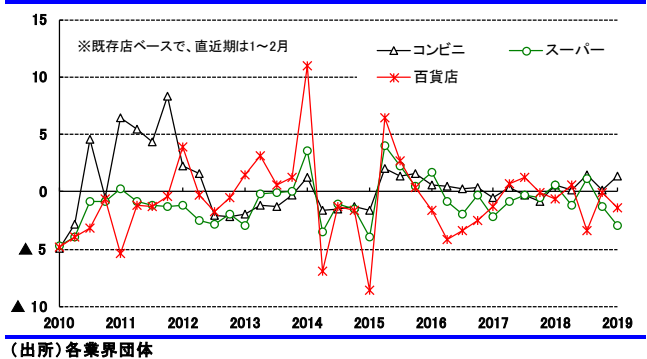
主な財の中国向け輸出数量(季節調整値、2012年Q1=100)



機械受注の推移(季節調整値、年率、兆円)



業態別小売売上高の推移(前年同期比、%)



個人消費はやや改善

個人消費は、主要小売業態の販売動向を見る限り冴えない状況が続いてはいるが、1月から2月にかけて多少の改善は見られ、株価の下落や暖冬による落ち込みは一巡したようである。

百貨店売上高（店舗数調整済）は、1月の前年同月比▲2.9%から2月は+0.4%へ持ち直した。雑貨の復調（1月▲0.8%→2月+5.1%）が示す通りインバウンド需要が好調だったことに加え、主力の衣料品においても、1月は気温の高さが冬物の下押しとなっていたが、2月は春物の押し上げというプラス面も出始めた。ただし、1～2月を均してみれば前年同期比▲1.4%と10～12月期の▲0.0%から悪化しており、拡大基調を取り戻すには至っていない。

¹ 中国経済についての詳細は、2019年3月18日付 Economic Monitor「中国経済：貿易摩擦の影響が本格化する一方で底入れの兆しも」参照。

2月のスーパー売上高（既存店）も、1月の前年同月比▲3.4%から▲2.5%へマイナス幅が若干縮小したものの、1～2月では前年同期比▲3.0%となり10～12月期の▲1.3%から悪化している。1月、2月とも落ち込みの主因は、暖冬による青果品の良好な収穫（価格下落）と冬物商品の販売不振である。物価下落による消費者の購買力改善が、少なくともスーパーという業態の中では他の商品の販売増に結び付いていない。

一方で、コンビニ売上高（既存店）は、1月の前年同月比+0.8%から2月は+2.0%へ伸びを高め、1～2月でも前年同期比+1.4%となり10～12月期の+0.1%から改善した。大型イベント開催によりチケット販売などのサービス分野が大幅に増加したことが主因であり、一時的な要因により押し上げられている面があるとはいえ、消費者の行動が委縮しているわけではないという見方はできる。

政府は景気判断を下方修正

以上のように、総じて1月以降の経済指標が冴えないことを受けて、政府は3月の月例経済報告で景気の基調判断こそ2月と同じ「緩やかに回復している」としたが、「このところ輸出や生産の一部に弱さもみられるが」という一文を追加し、下振れリスクの高まりを意識する形で景気判断を下方修正した。

そのほか、主な項目別の判断を見ると、個人消費は持ち直し、設備投資は増加しているとする一方で、輸出の弱含みが続いており、企業の生産活動は一部に弱さがみられ全体として概ね横ばい、業況判断も横ばいとした。消費者物価の横ばい傾向についても、一時的なものから持続的なものへ評価を変えている。

政府の景気判断の変化（2019年2月→3月）

	2019年2月	2019年3月	方向
景気	緩やかに回復している	<u>このところ輸出や生産の一部に弱さもみられるが、</u> 緩やかに回復している	↓
個人消費	持ち直している	持ち直している	→
設備投資	増加している	増加している	→
輸出	このところ弱含んでいる	このところ弱含んでいる	→
生産	一部に弱さがみられるものの、緩やかに増加している	<u>一部に弱さがみられ、おおむね横ばいとなっている</u>	↓
企業収益	高い水準にあるものの、改善に足踏みがみられる	高い水準にあるものの、改善に足踏みがみられる	→
企業の業況判断	—	おおむね横ばいとなっている	—
雇用情勢	着実に改善している	着実に改善している	→
消費者物価	<u>このところ横ばいとなっている</u>	横ばいとなっている	↓

（出所）内閣府

実際に、景気動向を総合的に示す指標である景気動向指数は、1月にDI²一致指数が14.3まで低下、景気の拡張と収縮の境目となる50を4ヵ月ぶりに割り込み、CI³一致指数は1月まで3ヵ月連続で低下した。特に、CI一致指数の3ヵ月の落ち込み幅が5%以上となり、その深さから景気の後退局面入りを懸念する向きも増えている。

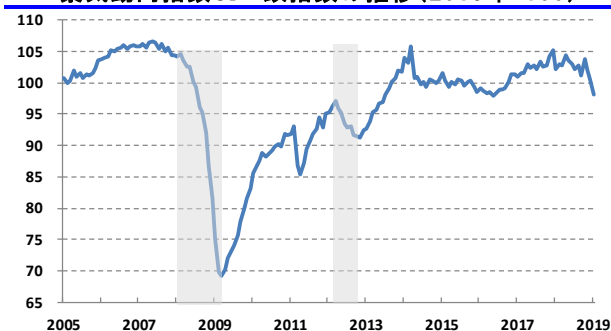
ただ、前回の消費増税時にも、CI一致指数は増税前の2014年3月から増税後の6月にかけて3ヵ月で5%以上落ち込んだが、その後、下げ止まったこともあり、景気後退局面とは認定されなかった。同じ判断基

² Diffusion Indexes の略。景気に対して先行する指数、一致する指数、遅行する指数の3系列あり、いずれも50を拡張と収縮の境とする。一般的に、3ヵ月連続で50割れとなれば景気後退局面入りの可能性が高いとされる。

³ Composite Indexes の略。DI同様、先行、一致、遅行の3系列あり、景気の水準感を表す。上昇が続けば景気拡大、低下が続けば景気後退を示すとされる。

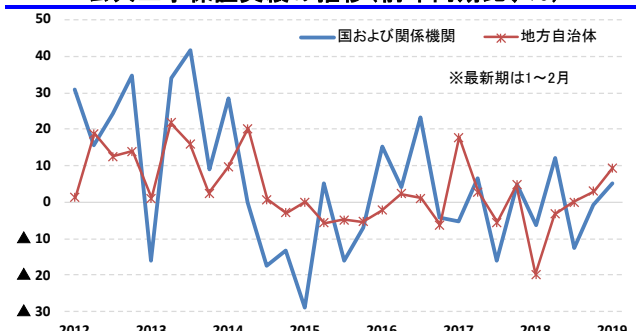
準であれば、今回も足元で景気が悪化していることは事実であるが、後退局面入りと認定されるかどうかは、今後、景気が下げ止まり、持ち直すかどうか次第であろう。

景気動向指数CI一致指数の推移(2015年=100)



(出所)内閣府

公共工事保証実績の推移(前年同期比、%)



(出所)各保証協会

公共投資が当面の景気を下支え

今後の景気を見通すために、主な需要の動きを展望すると、まず、景気の下支え役として期待されるのは公共投資であろう。公共投資は、2018年10～12月期まで6四半期連続で前期比マイナスとなったが、11月成立の今年度1次補正予算、2月成立の2次補正予算において公共投資関連予算は合計約2兆円（GDPの約0.4%）も積み増されており、これらの執行に伴い、下げ止まりから反転増加が見込まれる。既に公共投資の先行指標である公共工事保証実績は、国および関係機関の事業の合計で12月に前年同月比+2.7%と6ヵ月ぶりのプラスに転じ、1～2月では前年同期比+5.3%へ伸びを高めた。地方自治体の事業についても、12月の+1.4%から1～2月には+9.4%へ加速している。3月には2次補正予算の執行が加速するため、さらに増勢が強まるとみられ、公共投資は1～3月期から4～6月期にかけて前期比で大幅な増加となり、景気を下支えすると見込まれる。

個人消費は所得環境改善を背景に拡大基調を維持

今後の景気動向において、最大のカギを握るのは個人消費である。輸出は中国向けの回復が年後半まで期待できず当面は伸び悩み、設備投資も製造業での調整により一旦はピークアウトしよう。そうした中で、日本経済が緩やかな拡大基調を維持できるかどうかは、個人消費の回復力にかかっていると言って良いだろう。

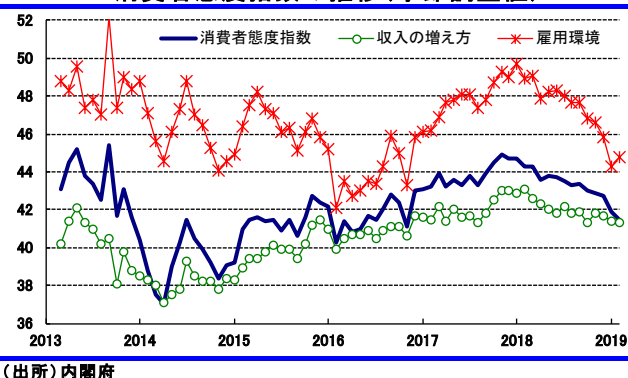
まず、消費を取り巻く環境について見ると、政府の月例経済報告にもある通り、雇用情勢は良好な状態が続いている。有効求人倍率は昨年11月から今年1月にかけて1.63倍で頭打ちしているが、1974年以来の高水準であり、労働需給は極めてひっ迫している。失業率も12月の2.4%から1月は2.5%へ上昇したが、高齢化に逆行する形で労働力率（15歳以上人口に占める労働力の割合）が最近2年半で2%Ptも上昇するなど、労働力の捻出は既に限界に近づいており、人手不足が極まっている状況は変わらない。

そのため、賃金上昇圧力は着実に強まっている。連合の集計（第2回、3/22発表）によると、今年の定期昇給を合わせた平均賃上げ率は2.13%となり、昨年と同じ時期（2.17%）をわずかに下回ったが、6年連続で2%前後の賃上げを確保できそうである。景気の先行きに不透明感が強まり、企業業績の改善が頭打ちする中で、昨年とさほど変わらない程度の賃金上昇が継続されたことは大きい。経済学の理論では、将来に渡ってどの程度の所得を得られるか消費額を大きく左右するとされており、この理論が正しいとすれば、今年の2%を超える春闘賃上げは、単に今年の個人消費を押し上げるだけでなく、将来に渡って賃金

が上昇するという期待を高め、より消費活動を活発させる効果が見込まれるためである。

消費動向は、所得に加え、消費者マインドによっても左右されるが、代表的な消費者マインドの指標である消費者態度指数は2月まで5ヵ月連続で低下し41.5まで水準を下げており、マインド悪化が消費を抑制しているようである。ただ、その内訳を見ると、「収入の増え方」の低下は緩やか、「雇用環境」に至っては2月には上昇に転じており、悪化が目立つのは「暮らし向き」である。最近の国内外における景気停滞のほか、貿易摩擦や欧州における混乱など国際情勢の悪化に対する懸念がマインド悪化の大きな要因とみられ、これらの先行きは不透明な部分もあるが、少なくとも米中の貿易摩擦については一旦の合意が見込まれる。一方で、雇用情勢や賃金といった所得環境は、人手不足を背景に良好な状況を維持するとみられ、今後、消費者マインドの悪化には歯止めが掛かる。

消費者態度指数の推移(季節調整値)



そのほか、改元がマインド改善のきっかけとして期待されること、その前後の10連休は国内外への旅行需要を大きく押し上げること、10月の消費増税前にはある程度駆け込み需要が発生することも見込まれる。これらも併せて考えると、個人消費は今後も拡大基調を維持すると予想される。

景気は拡大基調を維持するも物価上昇圧力高まらず

以上を踏まえて今後の日本経済を展望すると、2019年1～3月期は輸出や設備投資が停滞する一方で個人消費は増勢を維持、公共投資が拡大に転じることから、実質GDP成長率はプラスを確保、景気後退局面入りは回避するとみられる。2019年度入り後は、設備投資の停滞が続くが公共投資が下支えし、個人消費は所得環境の改善という追い風の中で改元効果や駆け込み需要もあって拡大基調を維持、輸出も一層の悪化は避けられ、実質GDP成長率は前期比でプラスを続けると予想される。すなわち、日本経済は10月の消費増税まで景気の拡大基調を維持するが、そのペースは1%程度とされる潜在成長率と同程度か若干上回るに過ぎず、物価上昇圧力はさほど高まらない。

消費増税直後の2019年10～12月は、個人消費が一時的に落ち込み、実質GDP成長率も前期比でマイナスとなろうが、政府による対策の効果に加え、この頃には輸出が持ち直すとみられるため、景気後退に陥ることは回避され、翌2020年1～3月期には再びプラス成長に戻り、緩やかな景気復調の下で夏の東京五輪を迎えることとなろう。

ただ、五輪後は消費増税対策の効果と東京五輪開

日本経済の推移と予測(年度)

	2016	2017	2018	2019	2020
前年比, %, %Pt	実績	実績	予想	予想	予想
実質GDP	0.9	1.9	0.6	0.8	0.4
国内需要	0.1	1.5	0.9	0.8	0.2
民間需要	▲0.1	1.8	1.2	0.7	0.1
個人消費	0.0	1.1	0.7	0.8	0.6
住宅投資	6.3	▲0.7	▲4.6	▲3.0	▲3.8
設備投資	▲0.5	4.6	3.3	0.2	▲0.7
在庫投資(寄与度)	(▲0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(▲0.1)
政府消費	0.7	0.4	1.0	0.9	0.8
公共投資	0.6	0.5	▲3.2	2.8	▲1.7
純輸出(寄与度)	(0.7)	(0.4)	(▲0.3)	(▲0.0)	(0.3)
輸出	3.6	6.4	2.0	2.5	2.4
輸入	▲0.9	4.0	3.5	2.6	0.9
名目GDP	0.7	2.0	0.7	2.0	1.1
鉱工業生産	0.8	2.9	0.9	1.6	0.7
失業率(%、平均)	3.0	2.7	2.4	2.4	2.3
経常収支(兆円)	21.0	21.8	18.2	17.9	19.1
消費者物価(除く生鮮)	▲0.2	0.7	0.8	1.0	0.9

(出所)内閣府ほか、予想部分は当研究所による。

連需要の剥落により景気は再び停滞する可能性が高い。さらに懸念されるのは米国の自動車政策である。米中の貿易協議は4月中にも一旦の合意に至るとみられるが、その次の米国のターゲットは欧州と日本である。米国と日本との協議に関しては、現在進めているTAG（物品貿易協定）の交渉中は自動車に関する措置を発動しないこととなっているため、仮に米国が自動車の追加関税を決めても、日本に適用されるまでには時間的猶予がある。とはいえ、いずれ日本の対米自動車輸出に何らかの制約がかかる可能性は十分にあり、時期が2020年半ば以降となれば、消費増税対策と東京五輪関連需要の剥落に新たな景気下押し要因が加わることになる。その可能性は前月から大きく変わっていないため、本予測においても米国の自動車政策を受けて2020年4～6月期以降、対米輸出が大きく落ち込むことを想定している。

以上の結果、2018年度の実質GDP成長率は、自然災害の影響に輸出の停滞も加わって前年比+0.6%まで落ち込む見通しである。2019年度は、消費税対策や公共投資拡大による押し上げにより成長率は+0.8%へ若干加速するものの、1%程度の潜在成長率には届かず、2020年度には消費増税対策の反動と五輪需要の剥落、米国の自動車規制という「三重苦」によって成長率は+0.4%まで減速すると予想する。3年連続で1%程度の潜在成長率を下回るため、物価上昇圧力は低下、デフレ脱却に向けた動きは足踏みしよう。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。