

日本経済情報

2019年2月号

Summary

【内容】

マイナス成長を脱すも景気の足取りは緩慢

最終需要では輸出の弱さが目立つ

個人消費は年初にもたつとも増勢維持の見通し

設備投資はピークアウト

公共投資が当面の景気を下支え

景気の拡大基調は東京五輪まで

物価上昇率は2020年度に鈍化の可能性

日本経済改訂見通し～拡大続くも足取りは緩慢

2018年10～12月期の実質GDP成長率は、自然災害の影響で前期比マイナスとなった7～9月期からプラス成長に転じたが低い伸びにとどまり、景気の足取りは緩慢。

その主因は民間在庫の落ち込みと輸出の伸び悩み。輸出は中国向けの落ち込みが顕著であり、中国内のスマートフォンや自動車の販売不振が影響した模様。今後も当面は中国向けが輸出の足を引っ張る見込み。

個人消費は、年初に株価下落や暖冬などの影響によりもたついたが、消費行動に過度な委縮は見られず、所得環境の改善を背景に今後も拡大傾向を維持するとみられる。

一方で、設備投資は、先行指標がピークアウトの可能性を示唆しており、循環的にも頭打ちの可能性が高い。そうした中で、景気の下支え役を期待されるのは、補正予算で大幅に積み増された公共投資となる。

今後の日本経済は、個人消費と公共投資が牽引する形で消費増税まで拡大基調を維持、増税後は一旦停滞するも、東京五輪までは関連需要も見込まれ拡大を維持しよう。その後は、消費増税対策や東京五輪関連需要の剥落に、米国の自動車政策による影響が加わる恐れもあり、景気は再び停滞すると予想。デフレ脱却より再突入の可能性高まる。

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	0.9	0.2
民間需要	▲0.1	1.8	1.1	0.7	0.1
個人消費	0.0	1.1	0.8	0.9	0.7
住宅投資	6.3	▲0.7	▲4.6	▲3.2	▲3.9
設備投資	▲0.5	4.6	3.0	▲0.0	▲0.7
在庫投資(寄与度)	(▲0.2)	(0.1)	(0.0)	(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	▲2.7	3.1	▲1.7
純輸出(寄与度)	(0.7)	(0.4)	(▲0.3)	(▲0.1)	(0.3)
輸出	3.6	6.4	2.0	2.6	2.4
輸入	▲0.9	4.0	3.6	2.9	0.9
名目GDP	0.7	2.0	0.7	2.0	1.2

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

マイナス成長を脱すも景気の足取りは緩慢

2月14日に発表された2018年10～12月期GDP1次速報は、前期比+0.3%（年率+1.4%）と2四半期ぶりのプラスに転じ、自然災害によってマイナス成長（前期比▲0.7%、年率▲2.6%）となった7～9月期からやや持ち直した。ただ、設備投資（7～9月期前期比▲2.7%→10～12月期+2.4%）が大きく反発し、個人消費（▲0.2%→+0.6%）は拡大基調に復した一方で、輸出（▲1.4%→+0.9%）は伸び悩み、民間在庫投資（寄与度+0.1%Pt→▲0.2%Pt）は予想外に大きなマイナスとなったため、GDP全体で見れば落ち込みを取り戻すに至らず、反発力は弱かった。

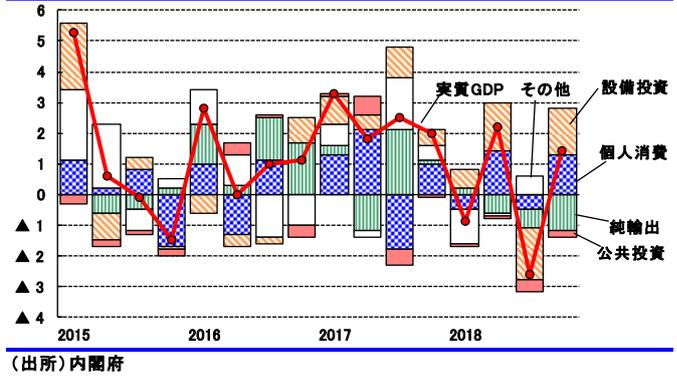
その弱さは、前年同期比を見れば、より鮮明である。実質GDPの前年同期比は、4～6月期の+1.5%から自然災害のあった7～9月期には+0.1%へ鈍化、10～12月期は▲0.0%へさらに悪化し、僅かながらもマイナスに転じている。すなわち、昨年前半は経済活動（GDP）が前年の水準を上回っていたが、年後半は前年並みにとどまったまま復調せず、ということであり、景気は拡大基調を維持してはいるものの、その足取りは極めて緩慢だと言える。

最終需要では輸出の弱さが目立つ

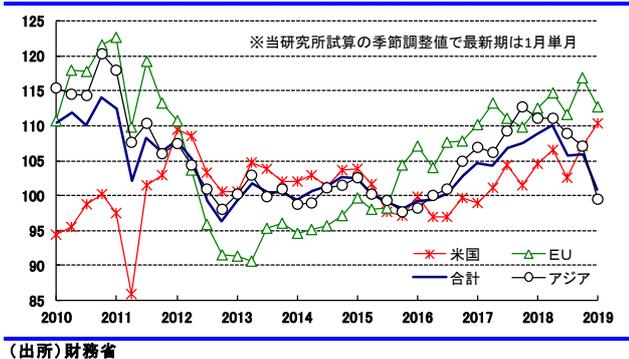
成長の足を引っ張った要因のうち、民間在庫は3月8日に発表予定の2次速報で大きく修正される可能性があるため、現時点の評価にさほど意味はないかもしれないが、この数字が実態を映じているものであれば、企業が在庫を抑制していることになり、景気の先行きを慎重にみているということだろう。

一方の輸出は、サービスで減少が続いた（7～9月期前期比▲1.9%→10～12月期▲1.3%）ことに加え、モノ（財貨：▲1.3%→+1.4%）の反動増が限定的だったことから、全体で伸びが弱かった。モノについて類似の指標である通関輸出数量指数で仕向地別に見ると（当研究所試算の季節調整値）、米国向け（7～9月期前期比▲3.8%→10～12月期+4.5%）やEU向け（▲2.7%→+4.7%）、ASEAN向け（▲2.1%→+1.7%）は反動増ないしはそれを上回る拡大を見せたが、中国向け（▲3.9%→▲1.0%）の減少が続き、全体の伸びを抑制した。さらに、最近発表された1月の輸出数量指数は、中国向けが10～12月期を8.9%も下回る大幅な落ち込みとなり、全体でも1月の水準は10～12月期を4.8%も下回った。

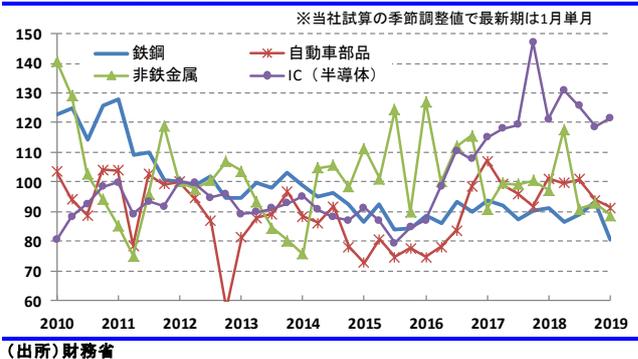
実質GDP成長率の推移(季節調整値、前期比年率、%)



仕向け地別の輸出数量指数(季節調整値、2015年=100)



主な財の中国向け輸出数量(季節調整値、2012年Q1=100)



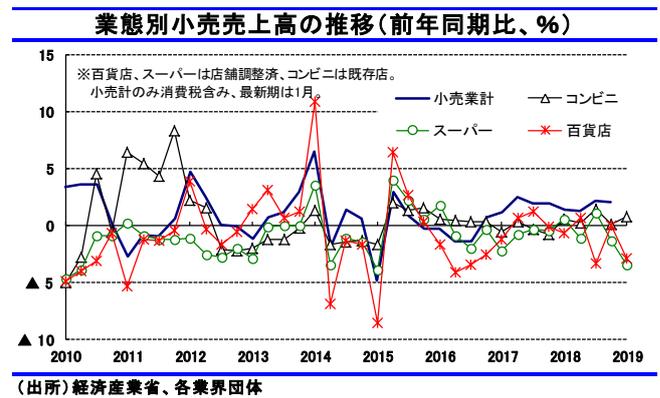
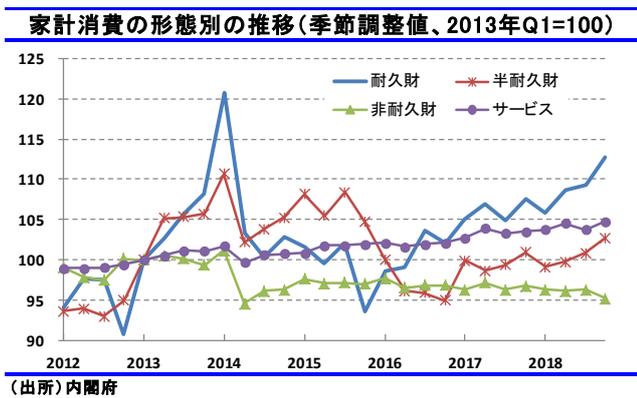
中国向け輸出数量の主な財の動きを見ると、2018年後半に落ち込みが目立つのは、IC（半導体）と自動車部品である。IC（半導体）は7～9月期に前期比▲4.1%、10～12月期も▲5.6%と落ち込みが続き、自動車部品は7～9月期こそ+1.3%と増加したが、10～12月期は▲7.0%と大幅に落ち込んだ。半導体については中国内でスマートフォンが新機種発売を巡って競争激化、生産が大幅に拡大、その反動が需要を冷え込ませたこと、自動車については、減税終了や景気悪化懸念を背景とする消費者マインド悪化を受けた販売低迷の影響が出たものとみられる¹。

中国向け自動車部品輸出は1月も減少が続いており、持ち直しには中国内の自動車販売が復調するのを待つ必要がある。また、IC（半導体）は、1月にリバウンドしたとはいえ単月の、しかも旧正月前のプレやすい月の数字であり、下げ止まったとは言い切れない。原点にある中国のスマートフォン在庫の調整には、もうしばらく時間がかかると考えられ、中国内の半導体需要も同様に見込んでおくべきであろう。さらに、米中貿易摩擦に伴う中国の対米輸出は、今年に入り落ち込みが本格化しつつある。大詰めを迎えている米中通商協議は一定の合意に達し米中の関税引き上げ合戦には終止符が打たれる可能性が高まっているが、昨年盛り上がった対米駆け込み輸出の反動落ちが一巡するまでの間、中国輸出企業は生産調整を続け、日本から中国への輸出も停滞すると予想される。

さらに、ユーロ圏経済が減速していることも、日本の輸出にとって悪材料である。米国向けについては、今後も米国経済の堅調拡大が見込まれるため、今後も輸出は緩やかな拡大にとどまろう。

個人消費は年初にもたつくも増勢維持の見通し

個人消費は、10～12月期に前期比+0.6%となり、7～9月期の自然災害による落ち込み（前期比▲0.2%）から持ち直したが、その様子を形態別（家計消費）に見ると、全体の約6割を占めるサービス消費（7～9月期前期比▲0.8%→10～12月期+1.0%）は落ち込みを上回って拡大、10～12月期は自然災害の多発により落ち込んだ以前の水準を取り戻しており、順調な回復を見せている。そのほか、衣料品などの半耐久財（+1.1%→+1.8%）は拡大が続き、循環的な買い替え期を迎えている耐久財（+0.5%→+3.3%）は増勢を強めるなど、個人消費は総じて堅調な推移を見せた。



ただ、1月の主要小売業態の販売状況を見る限り、年明け後の個人消費は冴えない。百貨店売上高（店舗数調整済）は、1月に前年同月比▲2.9%と3ヵ月連続のマイナス、11月の▲0.6%、12月の▲0.7%から

¹ 中国におけるスマートフォンや自動車の販売動向については、2019年1月24日付 Economic Monitor「構造的な減速の中、追加的下押し圧力にさらされる中国経済」参照。

マイナス幅が拡大した。中国の規制変更²によりインバウンド売り上げが落ち込み雑貨がマイナスに転じただけでなく、国内客向けの主力である衣料品も落ち込みが加速した。百貨店協会では株価下落や米中貿易摩擦への懸念を主因に挙げている。実際に、代表的な消費者マインド指標である消費者態度指数は12月調査の42.7から1月は41.9へ0.8ポイントも悪化している。

1月のスーパー売上高（既存店）も、前年同月比▲3.4%と比較的大きなマイナスを記録した。10～12月期の前年同期比▲1.3%から落ち込み幅が拡大したが、主因は青果品の価格下落と冬物商品の販売不振である。前者は購買力を高めるもの、後者は暖冬の影響につき、代わりに他の商品の購入が増えて全体の販売額はさほど落ち込まないと思えるのが普通であろう。しかしながら、実際には販売額は伸びず、マインドの悪化が影響したということであろう。一方で、コンビニ売上高（既存店）は、1月に前年同月比+0.8%となり、10～12月期の前年同期比+0.1%や、他業態の1月の数字と比べて底堅かった。引き続き中食分野が好調であり、消費者の行動に過度な委縮も見られないと言える。

また、1月の乗用車販売台数（乗用車）は、当研究所試算の季節調整値で年率440.7万台となり、12月の435.7万台から1.1%増加した。10～12月期の450.5万台に比べれば、未だ水準は低いが、株価下落などにより11月から12月にかけて落ち込んだ水準から持ち直しているとも言え、底入れ感はある。

これらを総じてみれば、年明け後の個人消費のもたつきは、株価下落や暖冬によるところが大きく、いずれの要因も解消しつつあることを踏まえると、過度に悲観することもないだろう。賃金は統計の歪みを差し引いても上昇方向にはあるとみられ、雇用も拡大傾向を維持しているため、今後の個人消費は、消費増税前の駆け込み需要もあり、増税を維持するとみて良いだろう。

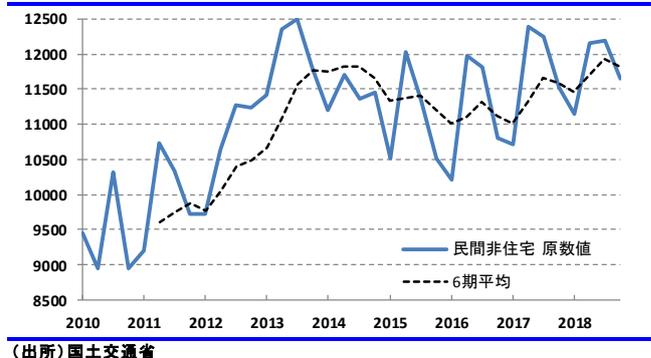
設備投資はピークアウト

設備投資は、前述の通り2018年10～12月期に予想外の反発を見せたが、今後はピークアウトに向かう可能性が高い。設備投資のうち、機械投資の先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）は、10～12月期に前期比▲4.2%と6四半期ぶりのマイナスに転じ、内閣府の予想によると2019年1～3月期も▲1.8%とマイナスが続く見通しである。内訳を見ると、非製造業（10～12月期前期比▲2.5%→1～3月期+1.8%）は一進一退ながら、製造業（▲6.2%→▲2.2%）が明確にピークアウトしている。

機械受注の推移(季節調整値、年率、兆円)



建設着工床面積の推移(千㎡)

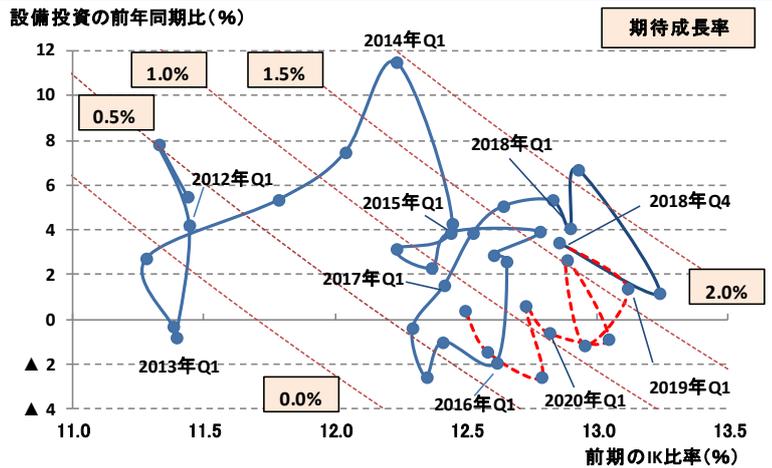


² 詳しくは、2019年2月20日付 Economic Monitor「中国の越境 EC 規制で求められる商流と戦略の変化」参照。
https://www.itochu.co.jp/ja/economic_monitor/report/2019/icsFiles/afeldfile/2019/02/20/20190220_2019-006_J_Inbound.pdf

建設投資の先行指標である建設着工床面積は、10～12月期に前年同期比+1.1%と3四半期ぶりのプラスに転じたとはいえ、工事の進捗ペースに近い6四半期平均を見ると頭打ち感が見られる。水準も2014年前半のピークをやや上回っており、供給力の観点からも拡大余地は限られよう。内訳を見ると、オフィスビルなどの事務所（7～9月期前年同期比▲17.5%→10～12月期▲9.8%）で大幅前年割れが続くほか、好調だった工場（+20.7%→▲3.4%）は9四半期ぶりのマイナスに転じ増勢に陰りが見られる。そのほか、小売などの店舗（+12.8%→▲4.5%）は一進一退、倉庫（▲10.5%→+25.8%）は再拡大の兆しを見せている。

こうした先行指標が示す設備投資ピークアウトの可能性は、ストック循環図からも確認できる（右図）。2018年10～12月期の設備投資は、ストック循環図上は期待成長率が1.5%を上回る位置にあり、後述の通り今後は1%に満たない成長が続くことを踏まえると、同じペースで拡大を続ければ設備が過剰となる状況にある。設備投資は一旦拡大をやめ、景気の拡大ペースに見合った投資水準まで調整（減少）するとみた方が良いだろう。

民間企業資本ストック循環図



(出所)内閣府公表資料を基に伊藤忠経済研究所にて試算

公共投資が当面の景気を下支え

輸出が伸び悩み、設備投資がピークアウトする中で、当面の景気を支えるのは個人消費であり、公共投資となる。公共投資は、2018年10～12月期も前期比▲1.2%と落ち込み、実に6四半期連続のマイナスとなったが、今後は今年度補正予算の実行に伴い、急速に持ち直すと見込まれる。

11月7日に成立した2018年度1次補正予算に続き、2月7日には2次補正予算が成立、うち公共投資に結び付くとみられるものは、1次補正予算では災害復旧費を中心とする公共事業関係費4,401億円と文教施設1,123億円の計5,524億円、2次補正予算では公共事業関係費1兆485億円と施設費4,051億円の計1兆4,536億円、合計で約2兆円(GDPの約0.4%)にも上る。これらの予算は順次執行され、2019年1～3月以降、公共投資は急回復し、2019年を通じて景気を下支えしよう。

景気の拡大基調は東京五輪まで

以上の主な需要動向を踏まえて、今後の日本経済を展望すると、2019年1～3月期から消費増税前の7～9月期にかけて、駆け込み需要も見込まれる個人消費と補正予算により積み増された公共投資を牽引役として、実質GDP成長率は前期比でプラス成長を続けると予想される。ただ、輸出は中国向けの不振により緩やかな拡大となり、設備投資は循環的にピークアウトするため、景気の拡大ペースは1%程度とされる潜在成長率を若干上回る程度にとどまり、物価上昇圧力はさほど高まらない。

公共投資の見通し(季節調整値、実質、年率、兆円)



(出所)内閣府、予想は伊藤忠経済研究所

消費増税後の2019年10～12月は前期比でマイナス成長となるが、政府による対策の効果により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る。ただ、その後は消費増税対策の効果と東京五輪関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。米国商務省は、2月17日、通商拡大法232条に基づく自動車関税に関する報告書をトランプ大統領に提出した。その内容は非公開ながら、自動車および部品に対する関税賦課の必要性を示すものとの見方が大勢である。トランプ大統領は、この報告書を受領後、90日以内に最終判断することになっているが、日本につい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で合意しているため、仮に追加関税が決定されても日本の場合、適用には時間的猶予がある。とはいえ、いずれ米国により対米自動車輸出に何らかの制約がかかることになり、その時期が2020年中となれば、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り、これら「三重苦」が日本経済に新たな試練を与えることになる。なお、本予測では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もあって前年比+0.6%まで落ち込み、2019年度は消費税対策や公共投資拡大による押し上げで+0.8%へ若干加速するものの1%程度の潜在成長率に届かず、2020年度には「三重苦」によって+0.4%まで減速する姿を予想する。

物価上昇率は2020年度に鈍化の可能性

3年連続で潜在成長率を下回ることから、デフレ脱却に向けた動きは後退せざるを得ない。1月の消費者物価は、総合で前年同月比+0.2%となり、12月の+0.3%から一段と鈍化した。主因は前年に高騰した生鮮食品(12月前年同月比▲9.4%→1月▲11.1%)の価格が反動で大きく落ち込んだことであり、日銀が政策目標とする生鮮食品を除く総合(コア)で見れば12月の+0.7%から1月は+0.8%へ若干ながらも伸びは高まっている。

ただ、今後は、国内需給の緩和が物価下落圧力になる。マクロ的な需給の指標である需給ギャップ(需要-供給)は、内閣府の試算によると2018年7～9月

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	0.9	0.2
民間需要	▲0.1	1.8	1.1	0.7	0.1
個人消費	0.0	1.1	0.8	0.9	0.7
住宅投資	6.3	▲0.7	▲4.6	▲3.2	▲3.9
設備投資	▲0.5	4.6	3.0	▲0.0	▲0.7
在庫投資(寄与度)	(▲0.2)	(0.1)	(0.0)	(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	▲2.7	3.1	▲1.7
純輸出(寄与度)	(0.7)	(0.4)	(▲0.3)	(▲0.1)	(0.3)
輸出	3.6	6.4	2.0	2.6	2.5
輸入	▲0.9	4.0	3.6	2.9	0.9
名目GDP	0.7	2.0	0.7	2.0	1.2
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	17.7	18.8
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。

消費者物価と需給ギャップの推移(前年同期比、GDP比、%)



(出所)内閣府、総務省の資料を基に伊藤忠経済研究所にて試算

期に GDP 比▲0.2%と供給超過に転じ、10～12 月期も成長率が前期比年率+1.4%と潜在成長率をわずかに上回る程度にとどまったことから、供給超過状態は解消していないとみられる。さらに、今後も緩やかな成長にとどまるため、需給面からの物価上昇圧力は高まり難い。加えて、これまでの原油などエネルギー価格の大幅下落が、徐々に範囲を広げて波及していくとみられる。10 月の消費増税以降は、景気の停滞により需給ギャップが再びマイナスに転じ、物価上昇率は生鮮食品とエネルギーを除けばゼロ前後まで鈍化すると見込まれる。デフレ脱却よりもデフレ再突入のリスクの方を意識すべきかもしれない。

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。