

日本経済情報

2019 年 1 月号

Summary

【内 容】

設備投資に息切れ感

輸出は予想外に伸び悩み

期待の個人消費に力強さなし

補正予算で公共投資を追加し景気底上げ

原油安と一時的な景気停滞が物価を下押し

日銀は物価見通しを下方修正するも現状維持

日本経済は東京五輪まで拡大基調を維持

民需「変調」の中で公共投資頼みの様相強まる

2月14日発表予定の2018年10～12月期GDP1次速報では、自然災害によってマイナス成長となった7～9月期からの持ち直しが確認される見通し。ただ、民間需要の二つの「変調」により、その反発力は期待外れとなる見込み。

一つ目は、設備投資のピークアウト。先行指標である機械受注や建設着工床面積は頭打ちしており、設備投資の息切れを示唆。先行きに対する不透明感の強まりをきっかけに、ストック調整局面入りの可能性。

二つ目は、輸出の反発力の弱さ。中国向けの自動車や半導体の落ち込みが主因であり、中国国内の自動車販売不振やハイテク分野の生産調整が原因。貿易摩擦に加え、中国国内の生産調整の深さが新たなリスク要因。

そうした中で、復調が期待される個人消費は、自動車販売こそ好調であるが、総合小売業の売り上げはインバウンドを除けば総じて冴えず、今一つ力強さが見られない。ボーナス増を受けた1月以降の回復に期待。

当面の景気底上げ役を期待できるのは公共投資である。2018年度1次・2次補正予算によって公共投資は1.5兆円程度（GDP比約0.3%）積み増され、主に2019年前半の景気を押し上げる見通し。

消費者物価は、足元までの緩慢な景気動向を反映して伸び悩み。さらに、7～9月期のマイナス成長により需給ギャップはマイナスに転じ、原油価格の下落と相俟って当面の物価下押し圧力に。

日銀は、こうした景気・物価動向に加え、物価見通しを下方修正したものの、現行の金融政策を維持。追加緩和の余地の乏しさは市場の共通認識と化しており、円高圧力が高まった場合の対抗策不足が懸念材料。

日本経済は10月の消費増税までプラス成長を続け、増税後も政府の対策により一時的な停滞にとどまり、東京五輪までは拡大基調を維持する見通し。五輪後は、関連需要の剥落に消費増税対策の反動が加わるため、景気後退の可能性あり。

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

設備投資に息切れ感

2月14日発表予定の2018年10～12月期GDP1次速報では、自然災害によって前期比マイナス成長となった7～9月期からの持ち直しが確認される見通しである。ただ、10月以降の月次経済指標を見る限り、以下に示す民間需要の二つの「変調」により、その反発力は期待したほど大きくないだろう。

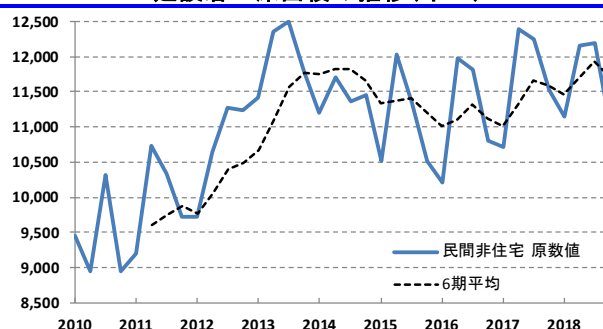
一つ目は、設備投資に見られるピークアウト感の強まりである。設備投資の大部分を占める工場設備などの機械投資は、その先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）が11月に前月比横ばいにとどまり、10～11月を均せば7～9月期の水準を4.2%下回った。そのため、機械受注は2018年4～6月期の前期比+2.2%から7～9月期には+0.9%へ減速、10～12月期はマイナスに転じる可能性が高まり、今後の機械投資の頭打ちが示唆されたことになる。なお、業種別の内訳を見ると、9月に大きく落ち込んだ非製造業からの受注は10～11月に水準を戻せず（7～9月期比▲5.1%）、製造業（▲2.5%）からの受注は7～9月期（▲2.0%）に続いて減少に歯止めが掛かっていない。

機械受注の推移（季節調整値、年率、兆円）



(出所)内閣府

建設着工床面積の推移（千㎡）



(出所)国土交通省

さらに、設備投資の残る大部分を占める建設投資は、先行指標である建設着工床面積が11月に前年同月比▲8.8%へマイナス幅が拡大、10～11月平均でも前年同期比▲4.3%であり、7～9月の▲0.4%から悪化している。こうした着工ベースの動きを進捗ベースに近づけるため、6四半期（1年半）の平均を見ると、2018年7～9月期は前期から増加したものの、10～11月平均は7～9月期に比べ水準を落としており、ピークアウトの兆しとも取れる動きとなっている。もともと上下の変動が激しい数字であるが、建設業界では人手不足を主因に供給力が限界に達しているとみられ、既に工事量（着工の6期平均）が2014年の前回のピークに達している現状も踏まえると、建設投資の更なる増加は期待し難い状況であろう。なお、用途別の内訳を見ると、オフィスビルなどの事務所（7～9月期前年同期比▲17.5%→10～11月▲20.1%）は大幅マイナスが続き、小売や飲食などの店舗（+12.8%→▲13.1%）はマイナスに転じており、これらの落ち込みが足元では顕著である。そのほか、工場（+20.7%→+7.5%）は大きく減速したが、倉庫（▲10.5%→+20.1%）は復調している。

このように、設備投資は機械投資、建設投資とも息切れ感が出始めている。その背景として、米中貿易摩擦や中国経済減速、消費増税への懸念など、先行きに対する不透明さが強まっていることが想起される。ただ、これらはきっかけに過ぎず、これまで指摘してきた通り¹、その根底には企業の生産設備にストック

¹ 2018年12月25日付「日本経済情報 2018年12月 日本経済の2018年回顧と2019年展望」参照。

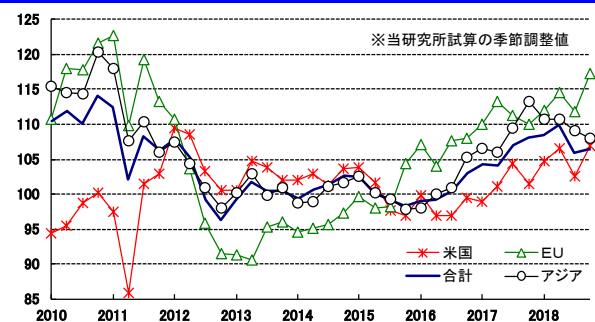
循環の観点から調整圧力が強まっていることがあろう。そのため、仮にこれら不透明要因が払拭されたとしても、今後、当面は設備投資に少なくとも景気の牽引役までは期待しない方が良いだろう。

輸出は予想外に伸び悩み

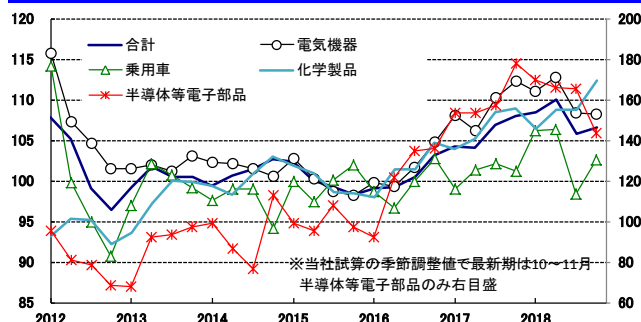
二つ目は輸出である。9月に台風被害の影響で関西空港が一時閉鎖されたことなどから、7～9月期の輸出は前期比▲1.8%（実質、GDPベース）と比較的大きく落ち込んだ。そのため、10～12月期は反動もあって大幅な増加が期待されていたが、その反発力は弱く、12月の輸出は数量（実質）ベースで見て前年同月比▲5.8%と11月の▲1.9%からむしろマイナス幅が拡大した。その結果、10～12月期では前期比+0.6%（当研究所による季節調整値）にとどまり、大きく落ち込んだ7～9月期（前期比▲3.7%）から小幅なりバウンド程度にとどまった。

主な仕向け地別に見ると、米国向け（7～9月期前期比▲3.9%→10～12月期+4.3%）は落ち込みをカバー、EU向け（▲2.4%→+4.8%）は落ち込みを上回る増加を見せたが、アジア向け（▲1.6%→▲0.9%）が中国向け（▲3.2%→▲0.4%）を中心にリバウンドするどころか更に落ち込んでおり、全体の伸び悩みの主因となった。

仕向け地別の輸出数量指数（季節調整値、2015年=100）



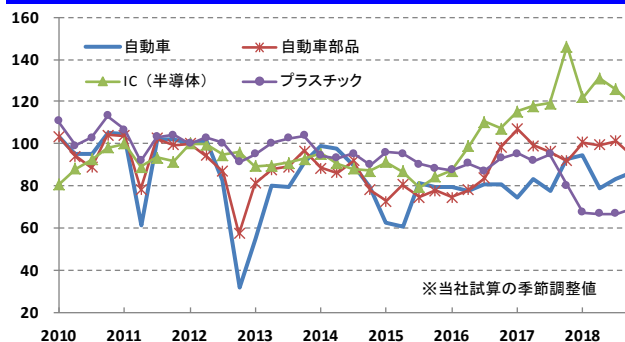
財別の輸出数量指数（季節調整値、2015年=100）



一方、主な財別に見ると、化学製品（7～9月期前期比 0.0%→10～11月+3.3%）は好調を持続、自動車（▲7.4%→+4.3%）はある程度持ち直したが、半導体（▲0.2%→▲13.3%）が落ち込みを加速させたほか、電気機器（▲3.9%→▲0.2%）も減少に歯止めが掛からず、一般機械（▲3.9%→+1.2%）が小幅リバウンドにとどまった。

また、落ち込みの主因となった中国向け輸出の財別の動き（数量ベース）を見ると、自動車部品（7～9月期前期比+1.8%→10～12月期▲7.2%）や半導体（▲4.1%→▲6.3%）の落ち込みが顕著である。中国内における自動車販売の落ち込みや、スマートフォンなどハイテク製品の一部で生産調整²を強いられていることが、これらの製品に関連する部品や素材の輸出を押

中国向けの財別輸出数量指数（季節調整値、2012年Q1=100）



https://www.itochu.co.jp/ja/economic_monitor/report/2018/_icsFiles/afildfile/2018/12/25/20181225_J.pdf

² 詳細は、2019年1月24日付 Economic Monitor「構造的な減速の中、追加的な下押し圧力にさらされる中国経済」参照。

https://www.itochu.co.jp/ja/economic_monitor/report/2019/_icsFiles/afildfile/2019/01/24/20190124_2019-002_C.pdf

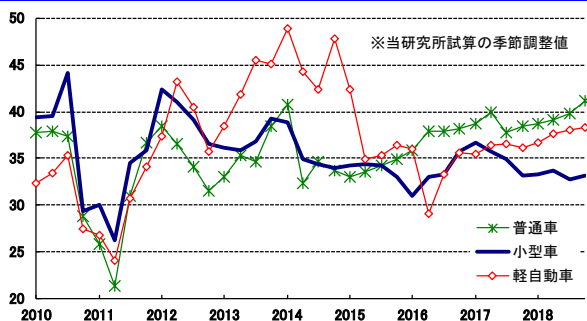
し下げていると考えられる。

そして、中国における自動車やスマートフォンなど個人消費の不振は、その原因として自動車減税の反動や内外メーカー間の競争激化、農産品・エネルギー価格上昇を受けた購買力の低下などが挙げられているが、米中貿易摩擦の影響を懸念した消費者マインドの悪化という面もあり、その意味で日本の中国向け輸出の不振は米中貿易摩擦の間接的な影響を受けたものと言っても間違いではないだろう。いずれにしても、中国におけるハイテク製品の生産調整の深さが、日本経済にとって新たなリスク要因として浮上したことに留意しておく必要がある。

期待の個人消費に力強さなし

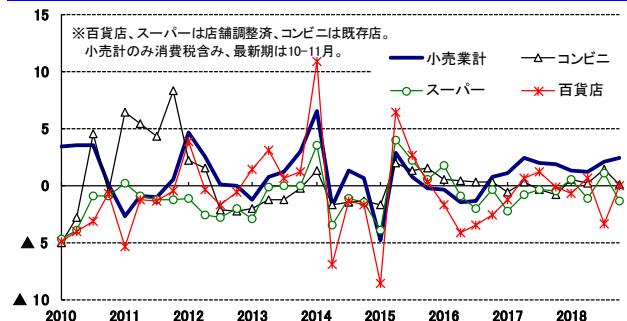
設備投資と輸出が変調をきたす中で、個人消費の復調に期待が集まるが、そうした中で比較的好調な動きを見せるのは新車販売台数（乗用車）である。乗用車販売台数は、12月こそ前年同期比▲3.2%と3か月ぶりのマイナスに転じたが、10月+11.6%、11月+7.4%と高い伸びが続き、10～12月期では前年同期比+5.1%、7～9月期の+0.9%から大きく伸びを高めた。当研究所試算の季節調整値では、前期比横ばいだった7～9月期の442.1万台から10～12月期は四半期として4年ぶりの水準となる450.0万台となった。内訳を見ると、小型車（5/7ナンバー）は伸び悩んでいるものの、普通車（3ナンバー）は前回の消費増税の駆け込み需要で盛り上がった2014年1～3月期を上回る水準まで増加、市場を牽引しており、軽自動車も2大メーカーのシェア争いの反動で大きく落ち込んだ2016年以降の持ち直しの動きを続け、全体を支えている。

乗用車販売台数の推移（季節調整値、万台）



（出所）日本自動車工業会、全国軽自動車協会連合会

業態別小売売上高の推移（前年同期比、%）



（出所）経済産業省、各業界団体

一方で、総合小売業の売上は総じて冴えない。百貨店売上高（店舗数調整済）は、7～9月期の前年同期比▲3.4%から10～12月期は▲0.0%へ持ち直したものの、主力の衣料品は暖冬の影響などから回復が遅れており、牽引役は化粧品や高額商材（美術・宝飾貴金属）、ラグジュアリーブランドなどの好調が示す通り、インバウンド需要である。なお、インバウンド売上高は2018年通年で前年比+26%もの大幅増加となり、百貨店売上の底上げに貢献した。スーパー売上高は、日用品が中心につき自然災害の影響を受けにくいこともあり、7～9月期は+1.1%と比較的高い伸びを記録したが、10～12月期は▲1.3%へ逆に落ち込んだ。主因は主力である食料品の価格下落であり、必ずしも消費低迷というわけではないが、衣料品が暖冬の影響で二桁近い減少となるなど、好調というわけでもない。コンビニ売上高も、7～9月期の+1.5%から10～12月期は+0.1%へ伸びが鈍化した。ただ、たばこ増税前の駆け込み需要で押し上げられた9月の反動によるところが大きく、カウンター商材や弁当などの日配食品が増勢を強め、チケットや商品券、クリーニングなどのサービスが好調となるなど、底堅い動きとなった。

以上の通り、期待された個人消費も、関連指標は総じて今一つ力強さが見られない。そうした中で、冬のボーナスは、大手企業を対象に行った経団連の調査によると前年比+6.1%の高い伸びとなり、年末・正月商戦は気温の低下もあり好調だったという報道もある。1月以降の回復が引き続き期待される。

補正予算で公共投資を追加し景気底上げ

設備投資にピークアウトの兆しが見られ、輸出は予想外に伸び悩み、個人消費は力強さに欠けるなど、民間需要だけでは景気の足取りが心許ない中で、当面の景気底上げ役が期待されるのは公共投資である。最近の公共投資（実質）の動きを見ると、2017年7～9月期以降、2018年7～9月期まで5四半期連続で前期比マイナスであるが、今後は補正予算による公共投資関連予算の追加を受けて拡大に転じる見通しである。

まずは、11月7日に成立した2018年度1次補正予算に、災害復旧事業費など総額8,356億円（除く予備費）の歳出予算が計上された。そのうち、公共投資に結び付くとみられるものは、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5,524億円である。さらに、1月28日から始まった通常国会に提出される予定の2次補正予算案案には、「防災・減災、国土強靱化」費用として1兆723億円、「災害復旧等」として2,136億円、そのほか施設建設の費用が1,000億円程度計上されているとみられ、公共事業・施設費は合わせて1兆円前後追加される見通しである。そのため、今後、1次・2次補正予算により、公共投資は少なくとも1.5兆円程度（GDPの約0.3%）積み増され、2019年前半を中心に景気の底上げに貢献しよう。

2018年度第2次補正予算の概要

（単位：億円）

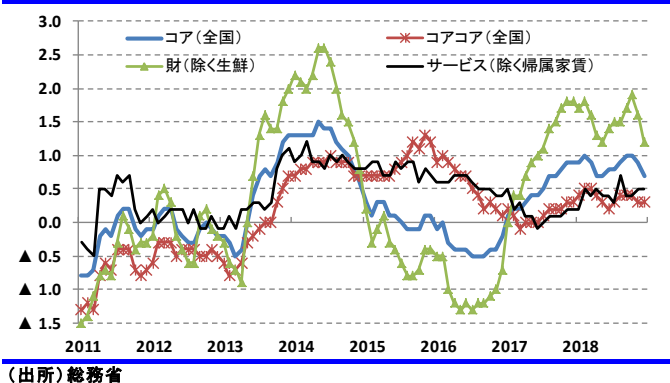
防災・減災、国土強靱化	10,723	税収	8,490
河川、砂防、道路等の防災・減災	6,183		
学校施設の耐震化	611		
災害時の警察用資機材・通信基盤等整備	545		
TPP早期発効対策（農林水産業の強化）	3,256	税外収入	1,393
農地の更なる大区画化等	902		
畜産・酪農の収益力強化のための設備投資支援	560		
農業の生産性向上のための設備投資支援	400		
木材の競争力強化のための加工施設整備等	392		
中小企業・小規模事業者に対する支援	2,068	前年度剰余金受入	7,131
その他喫緊の課題への対応	14,304	公債金	10,082
国民生活の安全・安心の確保	7,512		
災害復旧等	2,136		
その他の経費	4,656		
小計	30,351	小計	27,096
国債整理基金特別会計へ繰入	4,547	既定経費の減額	12,909
地方交付税交付金	5,108		
歳出計	40,006	財源計	40,006

（出所）財務省

原油安と一時的な景気停滞が物価を下押し

足元までの緩慢な景気を反映して、消費者物価上昇率も伸び悩んでいる。12月の消費者物価は、金融政策の目標とされるコア（生鮮食品を除く総合）で前年同月比+0.7%となり、11月の+0.9%から伸びが鈍化した。内訳を見ると、サービス（11月前年同月比+0.5%→12月+0.5%、除く帰属家賃）は低いながらも安定した伸びが続いており、財（商品、除く生鮮食品）の上昇鈍化（11月+1.6%→12

消費者物価の推移（全国、前年同月比、%）



月+1.2%)が顕著である。もっとも、ガソリンなどの石油製品(+11.9%→+5.5%)の価格下落や食品(+0.8%→+0.5%)の落ち着きによるところが大きく、コアコア(除く食品、エネルギー)では11月から12月にかけて+0.3%という低い伸びで変わらずであった。

とはいえ、2018年7~9月期のマイナス成長により、需給面からの物価上昇圧力は大きく低下した模様である。内閣府の試算する需給ギャップ(需要-供給)は、7~9月期にGDP比▲0.2%と7四半期ぶりのマイナスに転じた。そのため、10~12月の成長率が前期比年率2%近くまで高まらないと、年率1.0%とされる潜在成長率を超えて、このギャップを埋めることはできない。需給ギャップと消費者物価との関係は必ずしも明確ではないが、一般的にマイナスの需給ギャップ(需要不足)の状態が続けば一定の時間

を置いて物価下落圧力が生じるとされる。さらに、原油価格は2018年10月から12月にかけて4割も下落しており、その影響は上記の通り石油製品価格に表れ始めているものの、まだ全てではなく、今後さらに物価を押し下げる要因となる。一時的な景気停滞と原油価格の下落が当面の物価上昇を抑制しよう。

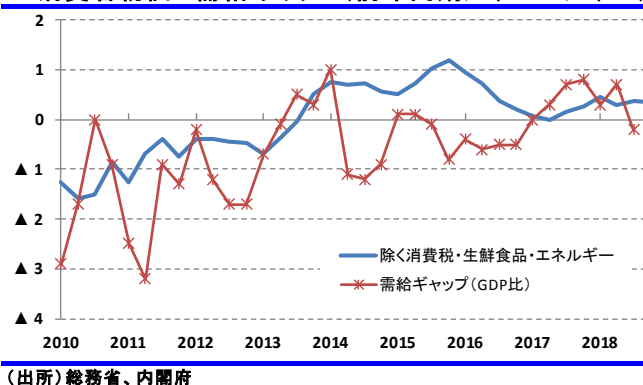
日銀は物価見通しを下方修正するも現状維持

こうした景気・物価動向ではあるが、日銀は1月22~23日の金融政策決定会合において、現行の大規模な金融緩和の継続を決めた。同時に発表された「経済・物価情勢の展望」(通称「展望レポート」)では、2018年度の実質GDP成長率見通し³が足元の実績を踏まえて前回10月から下方修正(前年比+1.4%→+0.9%)された一方で、2019年度(+0.8%→+0.9%)、2020年度(+0.8%→+1.0%)は政府による消費増税対策の効果を反映して上方修正された。一方で、消費者物価(生鮮食品を除く総合)の見通し⁴は、2018年度(前年比+0.9%→+0.8%)、2019年度(+1.4%→+0.9%)、2020年度(+1.5%→+1.4%)とも下方修正されている。2019年度の修正幅が大きいのは原油価格下落による一時的なものであるが、2020年度も下方修正されたことは、小幅とはいえデフレ脱却の実現が遠のいたと理解すべきであろう。にもかかわらず、今回は追加の金融緩和がさほどテーマとならなかったのは、日銀自身のみならず、市場参加者の多くとの間でも、その手段や余地が限られているとの認識が共有されているためだという見方ができるだろう。そうだとすれば、米国経済が予想以上に減速した場合や、その他の要因によって円高ドル安が進んだ場合、対抗策が十分でないという懸念を払拭できず、それは日本経済の新たなリスクとして意識しておくべきである。

日本経済は東京五輪まで拡大基調を維持

改めて景気動向を整理すると、2018年10~12月期の成長率はプラス成長に転じるものの、輸出や個人消費の回復力は弱く、設備投資にも期待できないため、小幅なプラスにとどまる見通しである。2019年1~3月期以降は、設備投資が落ち込む可能性はあるものの、公共投資が拡大に転じることに加え、個人消費も徐々に持ち直すとみられ、10月の消費増税まで日本経済は拡大基調を維持しよう。ファンダメンタルズ

消費者物価と需給ギャップ(前年同期比、GDP比、%)



³ 政策委員見通しの中央値。

⁴ 消費税率引き上げ、教育無償化政策の影響を除くベース。

上で最大のリスクは輸出動向であり、貿易摩擦激化による世界経済の予想以上の減速のほか、Brexit や朝鮮半島情勢など海外における不確実性の高まりを背景とする円高の進行、中国におけるハイテク分野の生産調整の影響などに留意が必要である。

消費増税後の日本経済は、駆け込み需要の反動や税負担増の影響により一旦停滞するとみられるが、政府の幅広い消費増税対策は、キャッシュレス決済へのポイント付与や住宅ローン減税の拡充など個人消費や住宅投資を増税後にシフトさせる効果のあるものが少なくない。そのため、需要の落ち込みは限定的となり、景気後退は回避、東京五輪に向けて拡大基調を維持するとみられる。景気後退の可能性が高まるのは、東京五輪の関連需要が剥落、消費増税対策の反動が出る 2020 年後半となろう。

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。