

日本経済情報 2019年4月号

【内容】

製造業で企業景況感が大幅悪化

計画は強気だが設備投資は一旦ピークアウト

景気への懸念から消費者マインドは悪化

小売販売は復調の兆し

輸出は中国向けの落ち込みで低迷

公共投資の増勢強まる

景気は拡大基調をкаろうじて維持

物価上昇圧力は乏しく現行の政策金利水準は2020年春以降も継続不可避

Summary

景気後退懸念から復調の兆し

3月調査の日銀短観では製造業で景況感の悪化が目立ったが、非製造業では良好さを維持しており、全体としてみればさほど悪くはない。設備投資も強気の部類に入る。ただ、先行指標を見る限り、設備投資は一旦ピークアウトする可能性が高い。

消費者マインドも悪化しており、景気の先行きに関する不透明さが雇用や収入への不安を高めている模様。背景には海外景気減速や消費増税への懸念があるとみられるが、一部は改善方向にあり、悪影響の緩和を期待。そうした中で、百貨店売上は底堅く推移、コンビニ売上も拡大基調にあり、小売販売からは個人消費に復調の兆しも見られる。

ただ、輸出は中国向けの大幅落ち込みによって減少。欧米向けは拡大傾向を維持しており、中国の生産調整終了待ち。一方で、公共投資は補正予算の執行とともに増勢を強めており、景気の下支え役に。

今後を展望すると、海外経済の落ち着きとともに輸出が下げ止まり、設備投資の落ち込みは限定的となる見込み。公共投資は夏場にも頭打ちするが、個人消費は所得環境の改善が続く中でマインドが幾分改善し拡大傾向を維持。消費増税後も政府の対策により悪影響が緩和され、一時停滞にとどまる見通し。日本経済は、2019年度を通じて緩やかな拡大傾向をкаろうじて維持するという展開を予想。

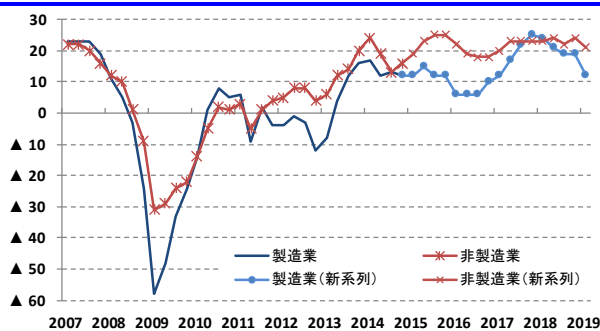
2019年度から2020年度にかけて実質GDP成長率は潜在成長率を下回るとみられ、物価上昇圧力は乏しい。日銀は本日の金融決定会合で現在の長短金利の目標水準を「少なくとも2020年春頃まで」維持するとしたが、東京五輪後の景気落ち込みが懸念されるため、さらに数年は維持される可能性が高いとみておくべきであろう。

伊藤忠総研
チーフエコノミスト
武田淳
(03-3497-3676)
takeda-ats
@itochu.co.jp

製造業で企業景況感が大幅悪化

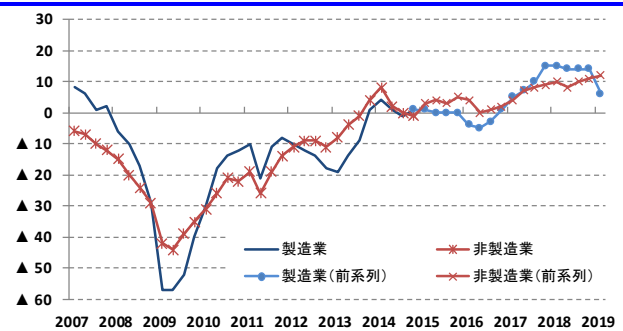
年初から景気の後退局面入りが意識されてきたが、4月初に発表された2019年3月調査の日銀短観では、業況判断DI（良い－悪い）が大企業製造業で前回12月調査の+19から+12へ、中小企業でも製造業（12月調査+14→3月調査+6）は大幅に悪化した。一方で、非製造業では、大企業で前回の+24から+21への小幅な悪化にとどまり、中小企業（+11→+12）では逆に改善するなど、企業景況感は総じて良好さを維持した。それでも、製造業の悪化により、業況判断DIは全産業（規模合計）で+16から+12へ4ポイント悪化し、全体として見れば企業景況感の改善が一服した格好となった。ただ、製造業においてもDIの水準は依然としてプラス圏で過去に比べると高い部類に入る。そのため、3月調査の日銀短観（業況判断DI）は確かに悪化したものの、製造業の一部で大きく悪化したに過ぎず、全体としてみれば景気は良好な状態を維持している、と評価すべきであろう。

業況判断DIの推移(大企業、%Pt)



(出所)日本銀行

業況判断DIの推移(中小企業、%Pt)



(出所)日本銀行

なお、大企業製造業で悪化が目立つのは、半導体を含む電気機械（12月+21→3月+9）のほか、はん用機械（+47→+20）や生産用機械（+40→+31）といった設備投資関連、市況に左右されやすい石油・石炭製品（+25→+6）、化学（+24→+12）、非鉄金属（+12→▲9）、金属製品（+18→+8）などである。中国経済の減速や米中貿易摩擦の悪影響への懸念、スマートフォンなど情報関連分野での在庫調整が主な背景にあると考えられる。

大企業非製造業については、卸売（12月+25→3月+11）や運輸・通信（+20→+12）の悪化が目立つ。市況悪化や人手不足の影響が主因とみられる。一方で、建設（+42→+46）や情報サービス（+35→+39）、対事業所サービス（+38→+40）などが高水準の中で更に改善しており、建設業界においては東京五輪関連や大都市を中心とする再開発ブーム、公共投資の復調、情報サービス業界ではIoTやAIなどIT分野の需要拡大、対事業所サービスでは人手不足などを背景に業績の拡大が続いているようである。

計画は強気だが設備投資は一旦ピークアウト

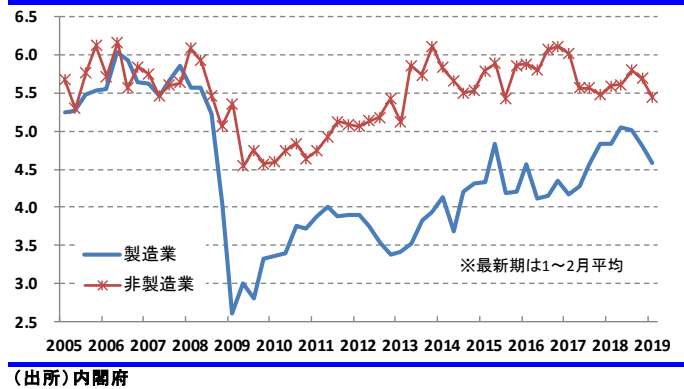
設備投資の動きを確認する上で注目される日銀短観の2019年度設備投資計画（含む土地投資額）は、全産業規模合計で前年比▲2.8%となり、3月調査の数字としては前年2018年度（▲0.7%）より悪化、2016年度（▲4.8%）以来のマイナス幅となった。ただ、この時期の設備投資計画は前年比マイナスが通常であり、2016年度ですら最終的に前年比+0.4%の微増となったことを踏まえると、決して悪い数字ではない。

業種別の内訳を見ると、製造業は前年比+2.0%と前年3月調査（+6.0%）に及ばなかったが、最終的に+6.8%、+9.1%と高い伸びで着地した2014年度、2015年度の3月調査時点+1.2%、+1.3%より高く、

期初の計画として強気の部類だと評価できる。非製造業についても、前年比▲5.6%と前年3月調査(▲4.5%)を上回るマイナス幅であったが、最終的に▲0.7%とほぼ前年並みで着地した2016年度の▲6.8%ほどではなく、企業の投資意欲は製造業、非製造業とも冷え込んでいるわけではない。

ただ、実際の企業行動は、今のところ投資に対して慎重な姿勢が窺える。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)は、2月に前月比+1.8%と4か月ぶりに増加したものの、1月の落ち込み(前月比▲5.4%)を取り戻せず、1~2月平均の水準は10~12月期を4.8%も下回っている。このままでは6四半期ぶりの前期比マイナス(▲3.2%)に転じた10~12月期に続き、1~3月期もマイナスとなるため、設備投資も減少に転じる可能性が高まっている。なお、業種別では(右上図)、景況感が悪化した製造業のみならず、非製造業からの機械受注も落ち込んでいる。

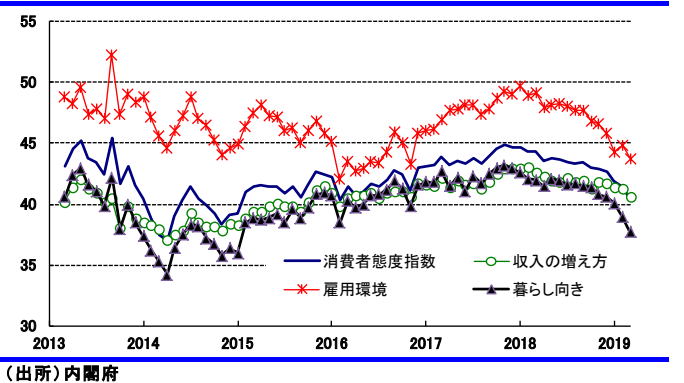
機械受注の推移(季節調整値、年率、兆円)



景気への懸念から消費者マインドは悪化

企業のみならず、消費者のマインドも悪化している。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月の41.5から3月は40.5へ低下した(右下図)。低下は6ヵ月連続となる。また、3月の40.5という数字は、主に株価の下落によって景気の先行きが懸念され雇用不安が強まった2016年2月(40.3)以来の低さであり、消費者マインドは一段と冷え込んでいる。

消費者態度指数の推移(一般世帯、季節調整値)



主な内訳を見ると、ここ数か月で悪化が顕著なのは「暮らし向き」であり、景気動向に対して漠然とした不安が高まっていることを示している。その結果、「雇用環境」に対する懸念も強まり、「収入の増え方」の悪化も加速している。周知の通り、失業率は3月に2.3%へ低下するなど労働市場はむしろ逼迫しており、雇用に不安を感じる状況ではない。さらに、今年の春闘賃上げ率は、連合の集計によると2.13%となり、昨年の2.10%を上回る結果となるなど、緩やかとはいえ賃金は上昇傾向にある。にもかかわらず、雇用や収入に対するマインドが悪化しているのは、賃金の上昇が十分でないという不満はあるにせよ、その大部分は現状ではなく先行きに対する懸念が原因であろう。そうだとすれば、景気の先行きを不透明にしている海外経済の減速や消費増税の影響に対して、懸念が和らぐことが消費者マインド改善のカギとなる。前者については、米国の利上げ停止や中国経済に見られる底入れの兆し¹など改善しつつあるため、後者が改元効果などによって緩和されることが期待される。

¹ 詳細は2019年4月23日付 Economic Monitor「中国経済：下げ止まりの兆し確認も不透明感残す(1~3月GDP)」参照。
<https://www.itochu-research.com/ia/report/2019/1647/>

小売販売は復調の兆し

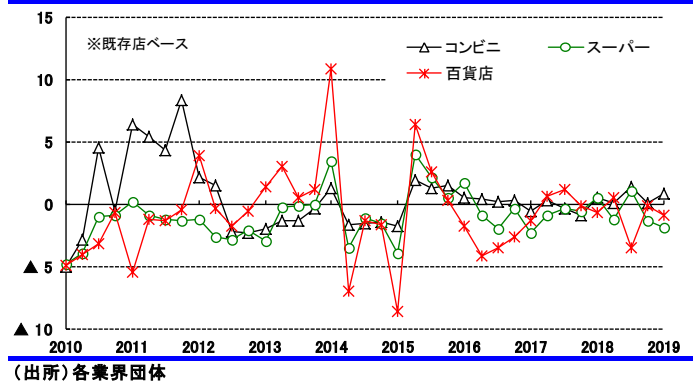
消費者マインドが悪化する中で、個人消費は、主要小売業態の販売状況から判断する限り、復調の兆しが若干見られる。3月の百貨店売上(既存店)は、前年同月比+0.1%となり2ヵ月連続のプラス(2月+0.4%)、底堅い動きを見せた。専ら外国人によるものとみられるが化粧品や宝飾品などの雑貨の増加が続いたほか、主力である衣料品のマイナス幅も縮小した。出足好調だった春物衣料は女性用を中心に伸び悩んだものの、男性用衣料品が健闘した。1月に落ち込んだ訪日外国人売上(免税売上)は、3月に前年同月比+14.9%まで回復、中国におけるEC規制変更の影響は早くも一巡している。なお、四半期で見ると、10~12月期の前年同期比▲0.0%から1~3月期は▲0.9%へマイナス幅が拡大しており、拡大基調に転じたというほどの勢いはない。

3月のスーパー売上は、前年同月比+0.5%と6ヵ月ぶりのプラスに転じた。主力の食料品が行楽需要で増加したことに加え、衣料品の落ち込みに歯止めが掛かった。四半期では10~12月期の前年同期比▲1.3%から1~3月期は▲1.8%へマイナス幅が拡大しているが、主に生鮮商品の価格下落によるものであり、数量ベースでは概ね横ばい推移だとみて良いだろう。

一方で、3月のコンビニ売上は、前年同月比+0.0%と横ばいにとどまり、前月(+2.0%)から減速した。

ただ、前月の大型イベントの反動などからサービス売上が伸び悩んだことが主因であり、その要因を除けば底堅い推移と言える。なお、四半期では10~12月期の前年同期比+0.1%から1~3月期は+0.9%へ伸びを高めており、サービス売上や非食品の好調さを背景に拡大基調となっている。

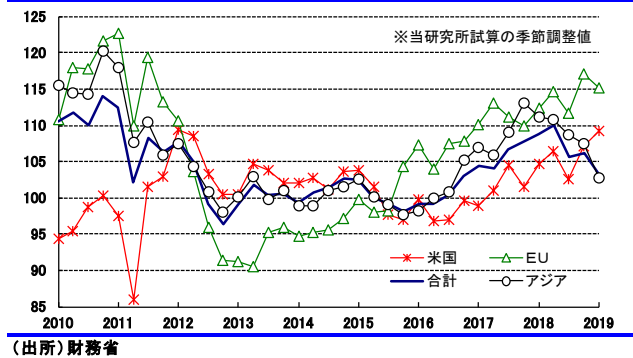
主要小売業態別の売上動向(前年同期比、%)



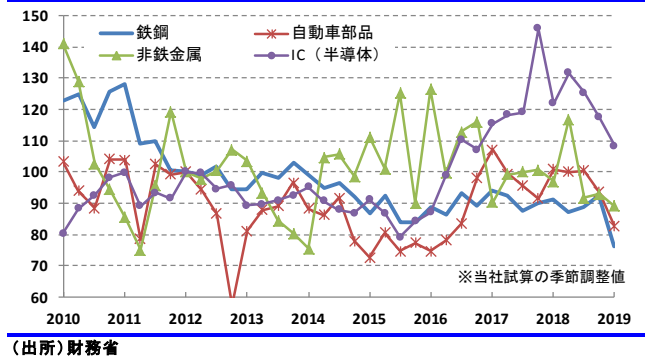
輸出は中国向けの落ち込みで低迷

輸出は、回復が遅れている。2月に4ヵ月ぶりとなる前月比プラス(+2.3%)を記録した通関輸出数量指数は、3月に▲1.0%と再びマイナスに転じた(当社試算の季節調整値)。その結果、1~3月期では前期比▲2.6%と比較的大きな落ち込みとなり、5月20日に発表予定の1~3月期GDP1次速報では、少なくとも輸出が財(モノ)に関しては前期比でマイナスとなる可能性が高まった²。

仕向地別輸出数量指数の推移(季節調整値、2015年=100)



中国向け輸出数量指数の内訳(季節調整値、2012年Q1=100)



² 当社は、1~3月期のGDP1速報の予想を4月26日に発表する予定。

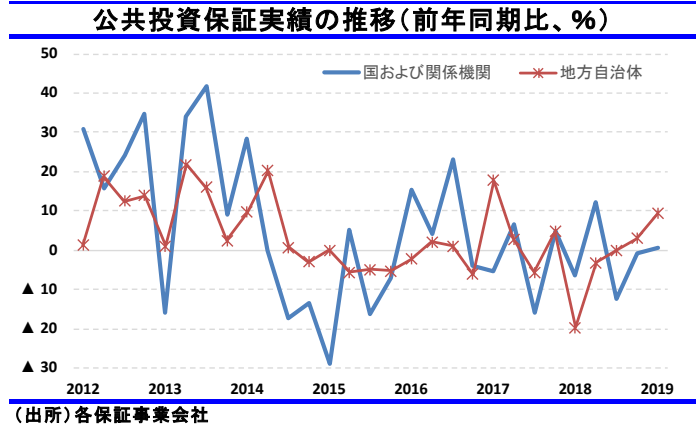
主な仕向地別の状況を見ると、中国向け（10～12月期前期比▲1.1%→1～3月期▲7.4%）の落ち込みが加速、全体を押し下げた。2月に前月比+2.5%とプラスに転じ下げ止まったかに見えたが、3月は▲2.5%となり、減少に歯止めが掛かっていない。主な財別では、半導体（IC）や自動車部品の落ち込みが続いており、中国内でスマートフォンや自動車の生産調整が進められている影響によるものとみられる。一方で、EU向け（+4.9%→▲1.6%）も2四半期ぶりに減少したが小幅にとどまり、米国向け（+4.4%→+2.0%）は拡大が続いており、輸出の低迷は主に中国向けの不振によるものだと言って良いだろう。

公共投資の増勢強まる

このように民間需要が総じて冴えない中では、補正予算によって大幅に上積みされた公共投資に景気の下支え役が期待される場所である。

公共投資の先行指標である公共工事保証実績は、2月に国の補正予算成立を受けて前年同月比+22.3%もの大幅増となり、3月は地方自治体にも予算追加の動きが広がったため、+4.7%と伸びは鈍化したもののプラスを維持した。その結果、四半期では10～12月期の前年同期比+2.2%から1～3月期は+

6.3%へ伸びを高めた。こうした先行指標の動きを踏まえると、2019年1～3月期の公共投資は、物価上昇を除いた実質で7四半期ぶりに前期比プラスに転じる可能性が高い。しばらくは、公共投資がGDP成長率を支えることとなるだろう。



景気は拡大基調をкаろうじて維持

以上を踏まえると、1～3月期の実質GDP成長率は、輸出や設備投資が前期比でマイナスとなるものの、個人消費と公共投資がプラスとなり、全体では横ばい程度にとどまる可能性が高い。その先を展望すると、中国経済の底入れなどから輸出は下げ止まり、設備投資は人手不足に対応するための需要が根強いこともあり大きな落ち込みは避けられるなど、足元のマイナス要因は徐々に和らぐとみられる。その一方で、公共投資は夏場には頭打ちが見込まれるため、景気の行方は引き続き個人消費の動向次第ということになる。

個人消費の先行きを占う上では、まず、所得環境を見通す必要があるが、賃金は前述の通り緩やかながらも上昇傾向が見込まれる。海外経済の落ち着きや新元号「令和」歓迎ムードもあって消費者マインドも幾分は改善するだろう。そうした中で迎える10月の消費増税は、政府による過剰とも言える対策によって、個人消費の腰折れを回避し、一時停滞程度の悪影響にとどまると予想される。なお、消費増税延期の可能性が一部で指摘されているが、既に実施予定まで半年を切り、政府の対策予算は成立済み、企業は対応を本格的に進めている現状において、「常識的」には考え難い。景気が懸念される状況となれば、その原因に対処する形で別途、対策が検討されるとみるのが自然であろう。

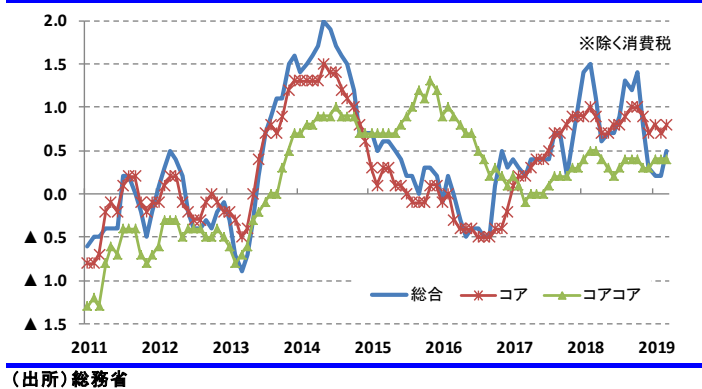
そうは言っても、増税は消費者の可処分所得を減らし、その大部分を政府の対策が埋め合わせるとしても、個人消費を下押しすることは避けられない。日本経済は、2019年度を通じて緩やかな拡大傾向をкаろうじて維持するという展開が見込まれる。

物価上昇圧力は乏しく現行の政策金利水準は 2020 年春以降も継続不可避

日銀は、本日公表した展望レポート（経済・物価情勢の展望）において、2019 年度の成長率見通しを 1 月時点の前年比+0.9%（政策委員の中央値）から+0.8%へ、2020 年度についても+1.0%から+0.9%へ下方修正した。潜在成長率を 1%程度とすれば、それを下回る成長率が続くことは、マクロ的な需給が緩む方向にあることを意味する。それでも日銀は、需給ギャップはプラスの状態を維持し、物価に上昇圧力を与える状況が続くとしているが、内閣府の試算では既に受給ギャップはゼロとなっており、1%を下回る成長が続けば供給力が需要を上回り、デフレ圧力がかかることになる。いずれにしても、今後、需給面からの物価押し上げ圧力は高まるよりも弱まる可能性の方が大きいと考えるべきであろう。

消費者物価は、生鮮食品を除く総合（コア）で 3 月に前年同月比+0.8%であるが、エネルギー価格上昇によるところが多分にあり、それをも除いた「コアコア」では+0.4%にとどまっている。上記の需給状況を踏まえると、2%の物価上昇実現を現時点で見通すことは難しい。本日の金融決定会合では、現在の長短金利の目標水準を「少なくとも 2020 年春頃まで」維持することが決まったが、2019 年 10 月の消費増税後の景気停滞のみならず、2020 年夏の東京五輪後の落ち込みも懸念されることを考慮すると、さらに数年は維持される可能性が高いとみておくべきであろう。

消費者物価指数の推移(前年同月比、%)



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、伊藤忠総研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。