

日本経済情報 2019年5月号

【内容】

政府は景気の基調判断は据え置き

1~3月期GDPはプラス成長ながら実態は低調

設備投資は先行指標が減少継続を示唆

輸出は当面持ち直すも夏以降は米中次第

個人消費も消費増税後は停滞

日本経済は消費増税まで緩やかな拡大を継続

Summary

2020年度までの日本経済改定見通し

政府は5月の「月例経済報告」で景気の現状評価を下方修正したが、基調判断は「緩やかに回復」で据え置き。政府が下方修正した項目のうち、設備投資は先行指標が今後の減少継続を示唆した一方で、輸出は4月に持ち直しの兆し。政府が評価を「持ち直し」に据え置いた個人消費も4月は一部に明るさが見えるため、消費増税までは駆け込み需要も加わり、景気は緩やかな拡大を維持しよう。

消費増税後は、米中貿易摩擦の行方次第で輸出が大きく落ち込む恐れがあり、景気後退懸念が残る。当社では、追加関税第4弾の実施は回避され、米中は関税合戦に一旦終止符を打つ可能性の方が若干高いと考えている。そのため、今年末にかけて不透明感が緩和し、消費増税後も一時停滞を経て東京五輪に向けて拡大基調を維持すると予想する。

東京五輪後は、関連需要の剥落、消費増税対策の効果一巡が景気を下押し。日米通商交渉の結果、日本の対米輸出に何らかの制約が課せられると、景気後退の可能性がかなり高まろう。いずれにしても1%未満の低成長が続きデフレ脱却は見通せず。

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	0.7	0.4
国内需要	0.1	1.5	0.7	0.5	0.1
民間需要	▲0.1	1.8	1.0	0.4	0.1
個人消費	0.0	1.1	0.4	0.4	0.6
住宅投資	6.3	▲0.7	▲4.2	▲3.4	▲3.8
設備投資	▲0.5	4.5	3.2	0.2	▲0.7
在庫投資(寄与度)	(▲0.2)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(▲0.1)
政府消費	0.7	0.4	0.8	0.7	0.7
公共投資	0.6	0.5	▲3.8	2.6	▲1.7
純輸出(寄与度)	(0.7)	(0.4)	(▲0.1)	(0.1)	(0.2)
輸出	3.6	6.4	1.3	0.3	2.4
輸入	▲0.9	4.1	2.0	▲0.5	0.9
名目GDP	0.7	2.0	0.5	1.9	1.1

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

政府は景気の基調判断は据え置き

政府は、5月25日の「月例経済報告」で、景気の現状を「輸出や生産の弱さが続いているものの、緩やかに回復している」と評価した。4月は「一部に弱さもみられる」としていた輸出や生産について、「弱さが続いている」とした点は下方修正であるが、「緩やかに回復している」という景気の基調判断は据え置いたことになる。

政府の景気判断の変化(2019年4月→5月)

	2019年4月	2019年5月	方向
景気	このところ輸出が生産の一部に弱さもみられるが、緩やかに回復している	輸出や生産の弱さが続いているものの、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	このところ弱含んでいる機械投資に弱さもみられるが、緩やかな増加傾向にある	↓
輸出	このところ弱含んでいる	弱含んでいる	↓
生産	一部に弱さがみられ、おおむね横ばいとなっている	このところ弱含んでいる	↓
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	製造業を中心に慎重さがみられる	製造業を中心に慎重さがみられる	→
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	このところ緩やかに上昇している	このところ緩やかに上昇している	→

(出所)内閣府

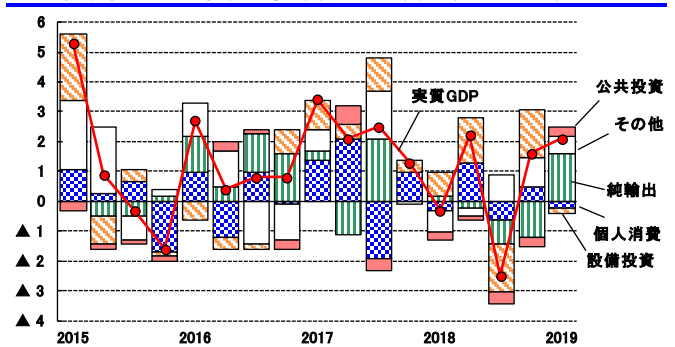
下方修正をした項目を見ると、設備投資は機械投資の弱さを踏まえて「増加している」から「緩やかな増加傾向」へトーンを弱め、輸出は「このところ弱含んでいる」との評価から「このところ」を省くことで弱い状況が続いていると評価、生産は「概ね横ばい」から「弱含んでいる」と明確に判断を引き下げた。

つまり、今回は評価が据え置かれた企業収益が引き続き「高い水準」にあり、雇用情勢の「着実な改善」を背景に個人消費が「持ち直して」いることを、景気の回復基調の根拠としていることになる。以下、主な経済指標により、これらの動きを確認していきたい。

1～3月期 GDP はプラス成長ながら実態は低調

まず、経済全体を示す指標としてGDPを見ると、2019年1～3月期の1次速報値は、前期比+0.5%（年率+2.1%）と大方の予想を上回る高成長を記録した。ただ、プラス成長の主因は輸入の大幅減（10～12月期前期比+3.0%→1～3月期▲4.6%）と在庫増によるプラス寄与（+0.1%Pt）である。景気の柱となるべき輸出（前期比+1.2%→▲2.4%）は大幅に減少、個人消費（+0.2%→▲0.1%）や設備投資（+2.5%→▲0.3%）といった内需の柱も減少に転じており、いわゆる最終需要¹（+0.7%→▲0.4%）は落ち込んでいる。しかも、最終需要の中には、補正予算で大幅に積み増され5四半期ぶりの拡大に転じた公共投資（▲1.4%→+1.5%）が含まれている。すなわち、

実質GDPの推移(季節調整値、前期比年率、%)



(出所)内閣府

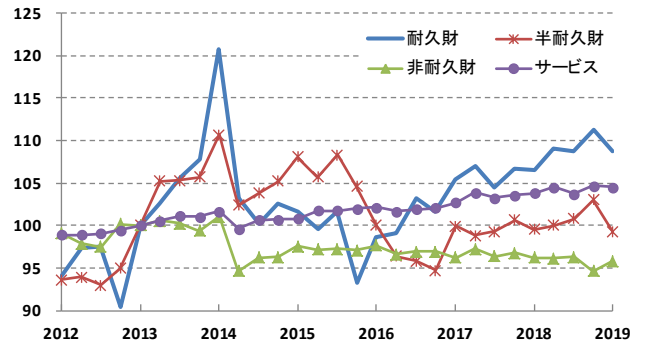
¹ 個人消費、企業設備投資、住宅投資、公共投資、政府消費、輸出の合計で、在庫を含めず実際に使われた分だけを合計したもの。お金を使う側（需要サイド）から見た景気実態を示すものと言える。

民間の需要に限れば状況はより悪く、それが実感に近い景気の姿であろう。

1～3 月期の個人消費は失速状態から脱せず

また、内需の柱の一つであり、景気の牽引役として期待されて久しい個人消費の動きを財別に見ると、拡大基調にあった耐久財（10～12 月期前期比+2.3%→1～3 月期▲2.2%）の増勢が一服したほか、全体の約半分を占めるサービス（+0.9%→▲0.1%）も足踏み、暖冬の影響などから半耐久財（+2.2%→▲3.7%）も大きく落ち込んだ。そのため、全体では 2 四半期ぶりの前期比マイナスとなり、年初の失速状態から脱し得なかった。月単位の動きでは、3 月に持ち直しの動きが一部に見られたが、消費者マインドの悪化が続いており、下げ止まりを確信するには至らなかった。

家計消費の形態別の推移(季節調整値、2013年Q1=100)



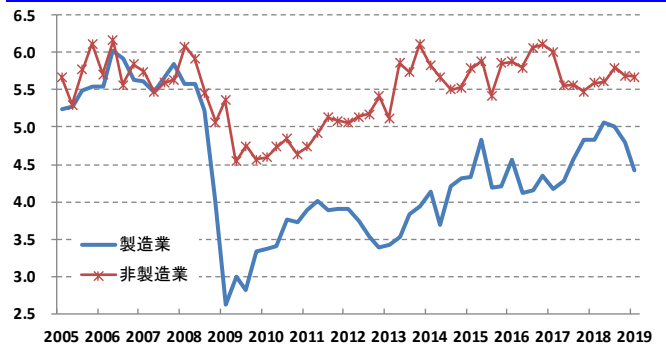
(出所)内閣府

設備投資は先行指標が減少継続を示唆

もう一つの内需の柱である設備投資は、1～3 月期に前期比で 2 四半期ぶりの減少に転じ、増勢が弱まりつつあることが明確となった。さらに、先行指標の機械受注（船舶・電力を除く民需）は、月例経済報告にも指摘があった通り、1～3 月期に前期比▲3.2%と前期（10～12 月期▲3.2%）に続いて減少、設備投資が 4～6 月期も前期比でマイナスとなる可能性を示した。その意味では、月例経済報告の「緩やかな増加傾向」という評価には疑問符が付く。

機械受注を業種別に見ると、非製造業からの受注は 1～3 月期に前期比▲0.3%と概ね横ばいとどまり比較的底堅く推移したが、製造業からの受注は 10～12 月期の前期比▲4.1%から 1～3 月期は▲7.7%へ落ち込みが加速、今後の大幅な減少を示唆する動きとなった。日銀短観など各種調査における今年度の設備投資計画は総じて強気のものが多いが、少なくとも足元では貿易摩擦や消費増税など先行きに関する大きな不透明要因があるため、実行には慎重な企業が多いことを反映した結果だと考えられる。

機械受注の推移(季節調整値、年率、兆円)



(出所)内閣府

なお、内閣府は 4～6 月期の機械受注を前期比+15.7%（製造業+11.7%、非製造業+18.8%）と予想しているが、米中通商協議は 5 月に入って楽観ムードが一転、交渉が暗礁に乗り上げ、それにより中国経済の先行きは一層不確実性を高めている。国内に目を転じて、消費増税が近付くにつれて企業の様子見姿勢が強まる可能性が高く、今後の設備投資は、駆け込み需要で一時的に持ち直すことはあっても、当面は軟調に推移するとみておいた方が良さだろう。

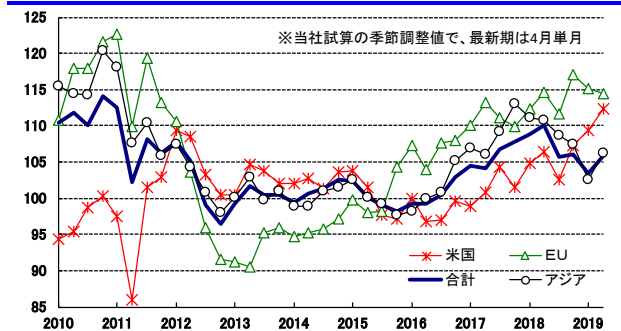
輸出は当面持ち直すも夏以降は米中次第

一方で、1～3 月期に大きく落ち込んだ輸出は、4 月に持ち直しの動きを見せた。輸出全体の約 8 割を占める財（モノ）の動きを示す通関輸出数量指数は、4 月に前月比+2.3%と 2 か月ぶりの増加に転じ、4 月の

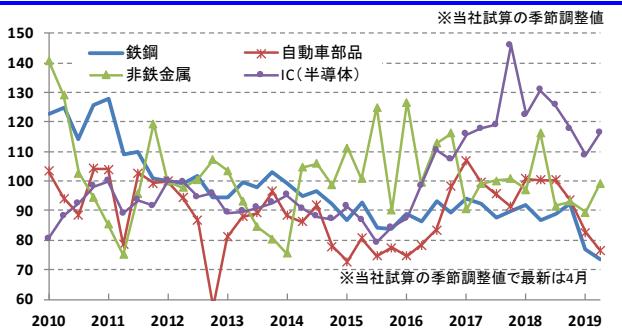
水準は1～3月期を2.3%上回った（当社試算の季節調整値）。10連休を控えた前倒しの動きで嵩上げされた可能性もあり、5月以降の動きを見極める必要はあるが、輸出が4～6月期に前期比で増加に転じる可能性を示すものと言える。

主な仕向け地別の4月の水準は、EU向けで1～3月期を0.5%下回ったものの、景気堅調な米国向けは2.7%上回ったほか、アジア向けは3.5%上回り6四半期ぶりのプラスに転じる可能性を示した。アジア向けについては、中国向けの下げ止まりに加え、半導体分野の落ち込みが底入れしつつあることが寄与した模様である。

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)



今後の輸出は、米中貿易摩擦が一段と激化し、中国から米国へ輸出する製品向けの部材品や生産設備の輸出が落ち込むことが懸念されている。まずは、今回の米中による追加関税第3弾の税率引き上げ（10%→25%）による影響が気になるところであるが、実際にその影響が出始めるのは7月以降とみられ、それまでの間、輸出は足元の持ち直しの動きを続けよう。

消費増税後に、輸出が景気下支え役を果たせるかどうかは、米中貿易摩擦の影響の大小や、どこまで激化していくかに大きく依存する。その点について現時点では予見困難であり、6月下旬のG20大阪サミットでの開催を目指す米中首脳会談までの間、両国の協議がどのように展開するのか注視していくしかない。

いずれにしても、最終的には米国の需要が落ち込まない限り、米中貿易摩擦の影響は日本の輸出にとって概ね中立だとみて良いだろう。確かに中国の米国向け輸出が落ち込めば、関連分野で日本から中国へ部材品や生産設備の輸出が落ち込むことになるが、その代わりに他の国が米国への輸出を増やすわけであり、日本企業はそれらの国に部材品や生産設備の輸出を増やそうとするためである。つまり、米中貿易摩擦が世界経済全体を冷え込ませるほどにエスカレートしない限り、その影響は日本企業にとって、個社毎には異なるものの、全体としてみればマイナスとプラスは相殺可能である。

むしろ、留意すべきは米国と日本との間の通商協議であろう。今年4月に物品貿易協定（TAG）の交渉が正式に開始され、日米首脳会談などで主な交渉の対象は農産品と自動車に絞り込まれつつある。為替問題については、交渉の対象としたい米国と対象外を主張する日本の間で今のところ折り合いがついていない。また、本格的な議論は7月の参院選以降とすることで合意しており、トランプ大統領は8月にも成果を発表できるとしているが、米中の例に見るまでもなく、交渉範囲すら確定していない現状を踏まえると、少なくとも数か月は議論に時間を要しよう。年内に合意し、その影響が来年から出始めるという時間軸で想定しておくことが妥当だと思われる。ただ、トランプ政権は、2020年の大統領選に向けて目に見える成果

を求めているとみられ、中国との交渉が難航すれば、日本の対米輸出に何らかの制約を強く求めてくる可能性には留意しておく必要がある。

個人消費も消費増税後は停滞

政府が「持ち直している」とした個人消費も、現時点で確認できる4月の指標のうち、一部に改善が見られた。4月の百貨店売上高（店舗数調整済）は、天候不順の影響により主力の衣料品で不振が続き、1～3月期の前年同期比▲0.9%から4月は前年同月比▲1.1%へマイナス幅が拡大、スーパー売上高（既存店）も衣料品のほか花見需要も不振で前年割れが続いた（1～3月期前年同期比▲1.8%→4月前年同月比▲1.0%）が、マイナス幅は縮小した。なお、百貨店ではインバウンド需要が過去最高を更新、改元関連需要は両業態とも販売増に寄与、10連休はスーパーで客足減との指摘があった。

改善が顕著なのはコンビニ売上高（既存店）であり、1～3月期の前年同期比+0.9%から4月は+1.3%へ伸びを高めた。10連休の行楽需要を取り込んだほか、花見需要についても気温の低下が温かい商品の販売増につながったようである。

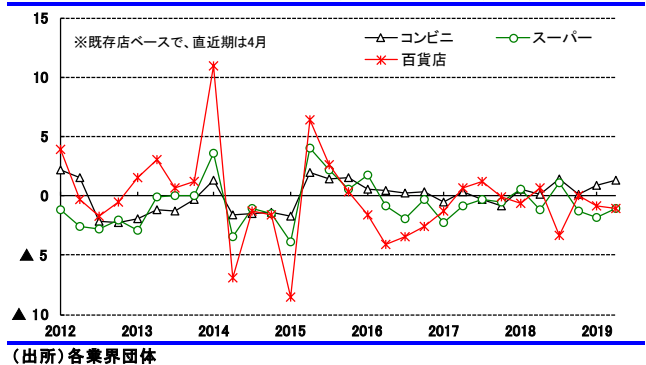
また、4月の乗用車販売台数は前年同月比+3.3%となり、3ヵ月ぶりのプラスに転じた。当社試算の季節調整値では前月比+6.7%の年率453.7万台、1～3月期の水準（434.1万台）を4.5%上回り、堅調であった。普通車、小型車、軽自動車とも増加しており、消費増税前の駆け込み需要が出始めたとの指摘もある。

このように、販売関連指標の一部に明るさが見られたものの、消費者マインドを示す代表的な指標である消費者態度指数は4月も前月から0.1ポイント低下し、7ヵ月連続で悪化した。内訳を見ると、「暮らし向き」（3月37.7→4月38.0）や「雇用環境」（43.7→44.4）は改善、「収入の増え方」（40.6→40.5）は小幅低下にとどまったが、「耐久消費財買い時判断」（39.9→38.8）が大幅に低下し全体を押し下げた。常識的に考えれば、駆け込み需要の発生が示す通り、消費増税前は耐久消費財の「買い時」であるはずだが、むしろ反対の結果となったのは前回2014年4月の税率引き上げの際も同様である。その解釈として、①消費増税後の経済情勢に対する不安が耐久財という高額消費への意欲を抑制、②実際には消費増税後の方が有利に購入できるとの期待、などが考えられるが、「買い時」と感じるのは耐久消費財の購入を迫られる一部の世帯に限られるため、全体としては前者の影響が強いのだろう。

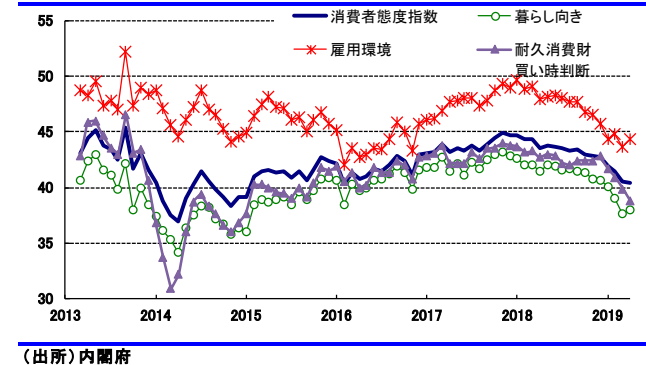
今後の個人消費動向を見通すにおいては、夏のボーナスの行方が注目される。日経新聞の調査²⁾によると、夏のボーナス支給額は前年比+0.05%と加えられて増加を維持するととどまる見通しである。企業業績に頭打ち感が広がる中、貿易摩擦や消費増税といった先行きの不透明要因も多いため、小幅とはいえ前年を

2) 5月13日時点の中間集計。

主要小売業態別の売上動向（前年同期比、%）



消費者態度指数の推移（一般世帯、季節調整値）



上回ることは明るい材料ではあるが、個人消費を押し上げるには力不足であろう。

以上を勘案すると、今後の個人消費は、消費増税までに限れば、駆け込み需要も見込まれるため、足元で見られる持ち直しの動きが続くとみても差し支えなさそうである。しかしながら、消費増税後は反動落ちにより停滞を余儀なくされ、政府の下支え策によって底割れは避けられるという程度の心許ない状況が予想される。

日本経済は消費増税まで緩やかな拡大を継続

このように、設備投資の評価は分かれるものの、輸出や個人消費の一部に持ち直しの動きが見られ、公共投資の拡大にも支えられ、かろうじて「回復基調を維持」している日本経済であるが、先行きを展望すると、何よりも米中貿易摩擦が不透明感を強める要因となっている。ただ、その悪影響が強まるのはやや先であり、10月の消費増税までは、駆け込み需要や公共投資の拡大持続により、日本経済は緩やかな拡大を続ける可能性が高い。

問題は消費増税後である。増税の影響が直撃する個人消費は、駆け込み需要の反動もあり停滞が避けられない。今回の増税は前回に比べ税率の引き上げ幅が小さく、食料品など一部に軽減税率が適用されていることに加え、政府はキャッシュレス決済への補助金や子育て支援など幅広い下支え策を打ち出しているため、個人消費の大幅かつ長期に渡る減少は避けられそうであるが、年内は多少落ち込むことになろう。しかも、その際、輸出は米中貿易摩擦の影響により景気の下支え役を期待できない。

さらに、仮に米国が関税引き上げ第4弾を実施した場合、米中とも成長は一段と鈍化、先行き不透明感が広がり世界経済全体が大きく減速、金融市場の不安定化により円高が進行することと相まって、輸出冷え込みという形で日本経済に悪影響を与えよう。その場合、日本経済は消費増税後に後退局面入りする可能性が高まることに留意が必要である。

当社では、現時点で追加関税第4弾の実施は回避され、米中は今回の第3弾分引き上げを最後に関税合戦には一旦終止符を打つ可能性の方が若干高いと考えている。そのため、今年末にかけて世界経済は不透明感の緩和により再び持ち直しの動きを強め、日本経済は消費増税後も一時停滞を経て東京五輪に向けて拡大基調を維持すると予想している。日本経済が後退リスクを再び高めるのは、東京五輪の終了とともに関連需要が剥落し、消費増税対策の効果も一巡する2020年後半である。そのタイミングで、日米通商交渉の結果、日本の対米輸出に何らかの制約が課せられるようであれば、景気が後退局面に入る可能性はかなり高まる。

いずれにしても、日本経済の成長率は、2018年度の前年比+0.6%に続き、2019年度（当社予想+0.7%）、2020年度（+0.4%）とも、1%程度とされる潜在成長率を下回ると見込まれる。そのことは、

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	0.7	0.4
国内需要	0.1	1.5	0.7	0.5	0.1
民間需要	▲0.1	1.8	1.0	0.4	0.1
個人消費	0.0	1.1	0.4	0.4	0.6
住宅投資	6.3	▲0.7	▲4.2	▲3.4	▲3.8
設備投資	▲0.5	4.5	3.2	0.2	▲0.7
在庫投資(寄与度)	(▲0.2)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(▲0.1)
政府消費	0.7	0.4	0.8	0.7	0.7
公共投資	0.6	0.5	▲3.8	2.6	▲1.7
純輸出(寄与度)	(0.7)	(0.4)	(▲0.1)	(0.1)	(0.2)
輸出	3.6	6.4	1.3	0.3	2.4
輸入	▲0.9	4.1	2.0	▲0.5	0.9
名目GDP	0.7	2.0	0.5	1.9	1.1
鉱工業生産	0.8	2.9	0.2	0.8	0.8
失業率(%、平均)	3.0	2.7	2.4	2.4	2.3
経常収支(兆円)	21.7	22.2	18.8	19.4	21.6
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。

デフレの根源である需給ギャップ（需要と供給力の差）がデフレ圧力を高める方向に拡大することを意味する。内閣府の推計によると、需給ギャップは2018年10～12月期の時点で既にゼロにまで縮小しているため、この予想の通りとなれば、今後も物価上昇圧力の乏しい状況が長期に渡り続き、アベノミクスの原点とも言うべき「デフレからの完全脱却」の実現が相当に遠のくことになる。

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。