

日本経済情報 2019 年 6 月号

【内 容】

政府は景気の現状評価を「緩やかな回復」で据え置き

1～3 月期の GDP 次速報は上方修正

プラス成長の下で底堅さを見せる企業収益

輸出は当面持ち直すも先行きは米中次第

個人消費は緩やかに持ち直し

住宅投資は駆け込み需要が既に頭打ち

設備投資は非製造業で底堅いがピークアウトか

消費増税までは緩やかな景気拡大を持続

Summary

消費増税までは拡大が続く見通し

政府は 6 月の「月例経済報告」で景気の基調判断を「緩やかに回復」に据え置いた。実際に 1～3 月期の GDP 成長率は前期比プラスを維持、企業の経常利益は非製造業を中心に増加、輸出には下げ止まりの兆しが見られ、個人消費は一部で持ち直している。

消費増税前の駆け込み需要は、自動車販売や住宅投資で既に確認されているが、前回（2014 年 4 月）に比べると弱い。それでも、駆け込み需要は消費増税までの景気下支えとなり、日本経済は緩やかな拡大を維持する見通し。

消費増税後は、個人消費の一時停滞は避けられないものの、米中通商協議がひとまず合意に至れば輸出は復調、設備投資も循環的な調整を終え、東京五輪まで拡大基調を維持できる。しかしながら、不調に終われば世界経済の停滞と円高により輸出が大きく落ち込み、景気後退に陥る可能性。

日本経済の推移と予測(年度)

前年比,%,%Pt	2016 実績	2017 実績	2018 実績	2019 予想	2020 予想
実質GDP	0.9	1.9	0.7	0.7	0.4
国内需要	0.1	1.5	0.8	0.6	0.1
民間需要	▲0.1	1.8	1.1	0.3	0.1
個人消費	0.0	1.1	0.4	0.5	0.6
住宅投資	6.3	▲0.7	▲4.3	▲2.3	▲4.2
設備投資	▲0.5	4.5	3.5	▲0.1	▲0.8
在庫投資(寄与度)	(▲0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(▲0.1)
政府消費	0.7	0.4	0.9	0.8	0.7
公共投資	0.6	0.5	▲3.9	4.1	▲0.7
純輸出(寄与度)	(0.7)	(0.4)	(▲0.1)	(0.2)	(0.2)
輸 出	3.6	6.4	1.3	0.3	2.4
輸 入	▲0.9	4.1	2.0	▲0.6	1.0
名目GDP	0.7	2.0	0.5	1.6	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

政府は景気の現状評価を「緩やかな回復」で据え置き

米中貿易摩擦の影響や個人消費の伸び悩みなどを背景に、年初から景気後退を懸念する声が強まった日本経済であったが、これまでのところ拡大基調を維持しているようである。

政府が6月18日に発表した「月例経済報告」では、景気の現状を5月と同様、「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。主な項目のうち、貿易摩擦の影響が懸念される輸出を「弱含んでいる」とする一方で、雇用情勢を「着実に改善している」とし、個人消費を「持ち直している」とした点も5月から変わらずであった。そうした中で、企業収益については、5月の「改善に足踏みが見られる」から6月は「底堅く推移している」へ評価を上方修正した。企業収益以外は全て前月から判断を据え置いているため、景気全体としてみれば若干上方修正したことになる。

政府の景気判断の変化(2019年5月→6月)

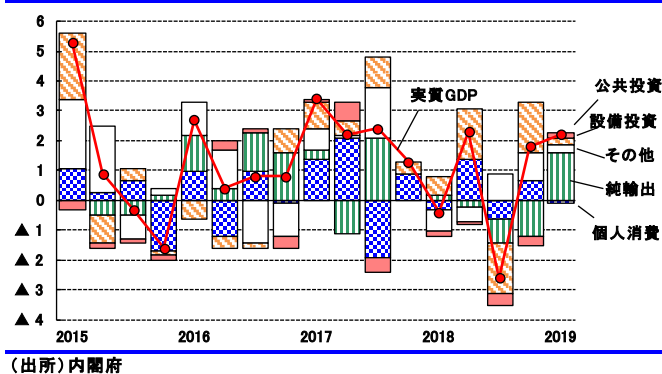
	2019年5月	2019年6月	方向
景気	輸出や生産の弱さが続いているものの、緩やかに回復している	輸出や生産の弱さが続いているものの、緩やかに回復している	→
個人消費	持ち直している	持ち直している	→
設備投資	このところ機械投資に弱さもみられるが、緩やかな増加傾向にある	このところ機械投資に弱さもみられるが、緩やかな増加傾向にある	→
輸出	弱含んでいる	弱含んでいる	→
生産	このところ弱含んでいる	このところ弱含んでいる	→
企業収益	高い水準にあるものの、改善に足踏みが見られる	高い水準で底堅く推移している	↑
企業の業況判断	製造業を中心に慎重さがみられる	製造業を中心に慎重さがみられる	→
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

1～3 月期の GDP2 次速報は上方修正

実際の景気動向を主な経済指標で確認すると、2019年1～3月期のGDP2次速報は、1次速報値の前期比+0.5%（年率+2.1%）から前期比+0.6%（年率+2.2%）へ、小幅ながら上方修正された。主な内訳を見ると、設備投資が比較的大きく上方修正（1次速報値：前期比▲0.3%→2次速報値：+0.3%）されたが、公共投資（+1.5%→+1.2%）や民間住宅投資（+1.1%→+0.6%）、個人消費が小幅ながら下方修正され、設備投資の上方修正を概ね相殺した。

実質GDPの推移(季節調整値、前期比年率、%)



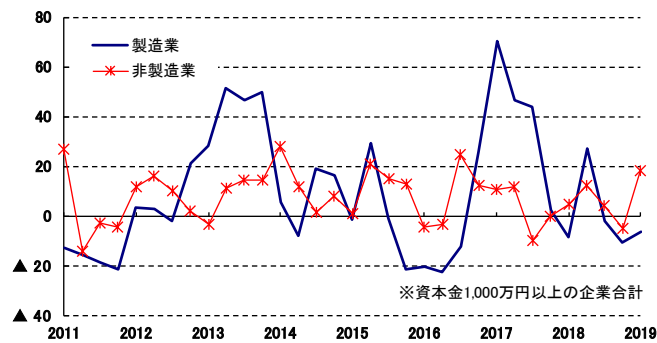
そのほか、民間在庫投資はGDPに対してプラス寄与（前期比寄与度+0.1%Pt）で据え置かれたため、総評すると、輸出が落ち込み個人消費は停滞、設備投資は微増にとどまる中で、専ら公共投資や在庫の増加が支える、あまり中身の良くない成長となった。

なお、在庫の増加寄与は輸入の大幅減とは必ずしも整合的とは言えず、早ければ4～6月期にも在庫減ないしは輸入増という形で調整され、GDP成長率を抑制する要因になる可能性に留意しておくべきであろう。

プラス成長の下で底堅さを見せる企業収益

それでも、潜在成長率とされる 1%を上回る比較的高い成長の下、中小企業までを含めた企業の業績は、政府の「月例経済報告」が指摘した通り、底堅さを見せた。財務省の法人企業統計季報¹によると、製造業の経常利益は 1～3 月期も前年比でマイナスが続いたものの、その幅は縮小（2018 年 10～12 月期前年同期比▲10.6%→2019 年 1～3 月期▲6.3%）、非製造業（▲4.9%→+18.4%）は大幅プラスに転じた。その結果、全産業（▲7.0%→+10.3%）全体でも大幅増益となっている。非製造業の増益はサービス業（▲10.6%→+73.0%）の一時的な増加に依存する部分大きい、この要因を除いても増益であり、やはり企業業績は底堅かったと言えそうである。

企業の経常利益の推移（前年同期比、%）



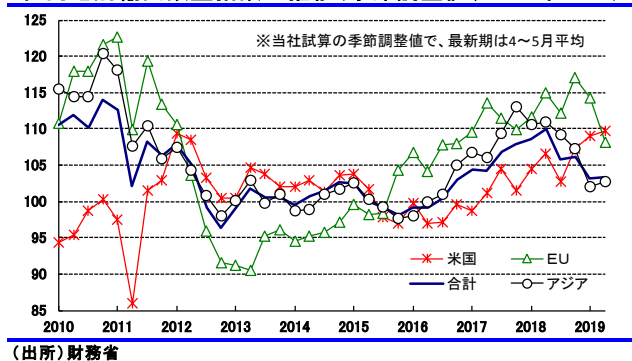
（出所）財務省

輸出は当面持ち直すも先行きは米中次第

4 月以降は、輸出に下げ止まりの動きが見られることが、日本経済にとって好材料である。数量ベースの輸出動向を示す財務省の通関輸出数量指数は、5 月に前年同月比▲9.1%となり、4 月の▲4.3%からマイナス幅が拡大、前月比でも▲3.2%（当社試算の季節調整値）と 2 ヶ月ぶりの減少に転じたが、10 連休で 4 月に前倒しされた影響も指摘されている。そのため、4～5 月平均の水準を見ると 1～3 月期から概ね横ばい（+0.1%）であった。すなわち、輸出は全体として下げ止まりつつあると評価できる。

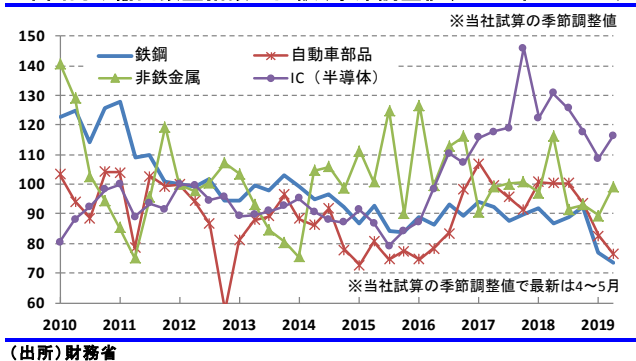
1～3 月期から 4～5 月の動きを仕向地別に見ると、景気が堅調な拡大を続ける米国向けは 0.7%増加、減少傾向にあったアジア向けも 0.6%増加し下げ止まりの兆しを見せた。なかでも中国向けは 4.0%も増加し反転の可能性を示唆した。中国向けの主な財別では、非鉄金属のほか IC（半導体）がリバウンドしており、昨年終盤に強まったスマートフォンを中心とする情報関連機器の生産調整にメドが付いたようである。一方で、中国以外のアジアでは、韓国向けの半導体製造装置が大きく落ち込むなど、世界的な半導体需要の増勢一服による影響が残っている。そのほか、EU 向けが 5.4%も減少したことが目立つが、同地域における景気減速の影響によるものとみられる。

仕向地別輸出数量指数の推移（季節調整値、2015年=100）



（出所）財務省

中国向け輸出数量指数の内訳（季節調整値、2012年Q1=100）



（出所）財務省

こうした動きからも分かる通り、日本の輸出において現時点では米中貿易摩擦の影響は限定的である。し

¹ 調査対象は資本金 1,000 万円以上の非金融法人企業。

かしながら、今後は、まず、5月10日に米国が実施した対中追加関税第3弾の税率引き上げ（10%→25%）および6月1日の中国による対米追加関税第3弾の税率引き上げ（最大25%）によって両国の輸出や内需が下押しされ、日本から米中への輸出に影響が波及することが懸念される。さらに、6月28～29日のG20大阪サミットに合わせて開催が決まった米中首脳会談の結果次第では、米国が残る中国からの輸入約3,000億ドル相当に最大25%の追加関税を課し、それに対して中国が報復措置を実施、米中の貿易摩擦が一段と激化する可能性もある。当社は、現時点では米中首脳会談ないしは継続協議の中でひとまず合意に達し、関税引き上げ合戦に終止符が打たれると想定しているが、予想に反しエスカレートすれば両国とも景気が悪化し、日本の輸出に大きなダメージを与える恐れがある点に留意が必要である。

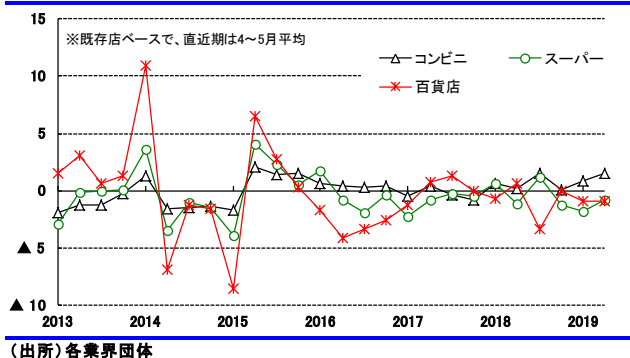
また、米国と日本との間の通商協議については、4月に物品貿易協定（TAG）の交渉を開始したが、本格的な議論は7月21日投開票の参院選以降で合意している。これまでの協議では、農産品と自動車に議論が集中しており、農産品については日本の対米関税をTPPの範囲でとどめられるかどうか、自動車については米国の輸入関税撤廃を求める日本に対して米国がどのような要求をしてくるのかが注目点であろう。交渉の行方次第では、日本の対米自動車輸出に一定の制約が課せられる恐れもあり、留意が必要である。

個人消費は緩やかに持ち直し

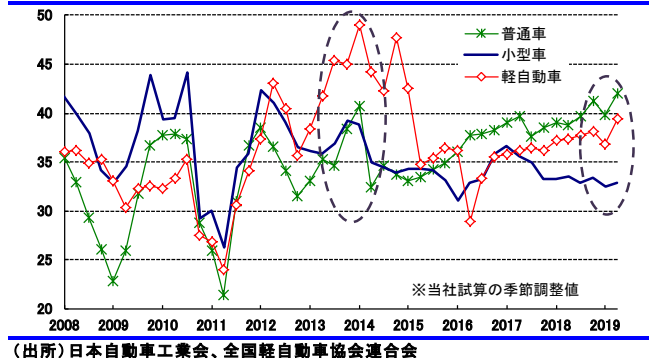
個人消費については、百貨店以外の小売販売動向を見る限り、政府の「持ち直している」という判断に違和感はない。5月の百貨店売上高（店舗数調整済）は前年同月比▲0.8%となり、4月の▲1.1%から若干改善した。主力である衣料品の落ち込みを、インバウンド需要がけん引する雑貨の増加が緩和する構図は変わっていない。10連休効果はあったが反動落ちもあり、概ね中立だった模様である。なお、4～5月平均では前年同期比▲1.0%となり1～3月期の▲0.9%から小幅悪化、国内消費者の動きは冴えず、インバウンド頼みの状況が続いている。

一方で、5月のスーパー売上高（既存店）は前年同月比▲0.7%とマイナスが続いたが、4月の▲1.0%からは改善した。衣料品の落ち込みが気温の上昇とともに縮小した模様である。4～5月平均も前年同期比▲0.8%と1～3月期の▲1.8%から改善しており、持ち直しの動きが見られた。5月のコンビニ売上高（既存店）も前年同月比+1.7%となり4月の+1.3%から伸びを高めた。4～5月平均でも前年同期比+1.5%と1～3月期の+0.9%から増勢を強めている。10連休の行楽需要が好調、飲料やアイスクリームなどの加工食品が回復、サービスは高い伸びを維持した。

主要小売業態別の売上動向（前年同月比、%）



新車販売台数の推移（乗用車、季節調整値、万台）



以上の通り、足元では主要な小売業態の販売に持ち直しの動きが見られており、7～9月期には10月の消

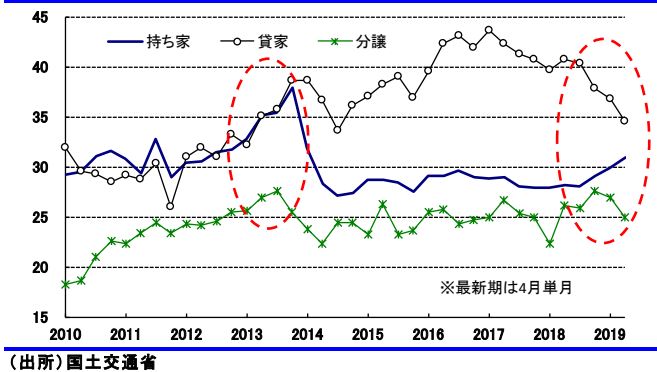
費増税を控えて一段と伸びが高まろう。前回の消費増税時（2014年4月）は、購入単価が高い百貨店で売上高が2013年10～12月期の前年同期比+1.3%から直前となる2014年1～3月期は+10.9%まで伸びを高め、4～6月期は反動で▲6.9%へ落ち込んだ。スーパー（10～12月期前年同期比+0.1%→1～3月期+3.6%→4～6月期▲3.4%）やコンビニ（▲0.3%→+1.3%→▲1.6%）においても、駆け込み需要とみられる動きが確認されている。今回は税率の引き上げ幅が小さく、食料品には軽減税率が適用されるほか、キャッシュレス決済は増税後の方が有利な場合もあるため、特にスーパーやコンビニでは駆け込み需要は小さいとみられるが、百貨店を中心にある程度の駆け込みが発生し、消費増税までの個人消費を底上げすることとなる。

駆け込み需要ということでは、より高額な乗用車販売に既にその動きを確認できる。乗用車販売台数は、2019年4～5月平均で1～3月期を4.9%上回る年率457.4万台（当社試算の季節調整値）へ増加した。1～3月期に前期比で3.3%落ち込んだ反動も含んでいるだろうが、2018年初から秋まで続いた年率440万台程度の水準からは明確に高まっており、消費増税前の駆け込み需要が発生しているようである。なお、前回の消費増税直前となる2014年1～3月期は前期比+4.8%の年率514万台、1年前（2013年1～3月期）の430万台から84万台、約2割も水準を高めた。自動車購入についても、消費増税と同時に自動車取得税が廃止されるため、増税の影響は相当程度緩和されるとみられるが、増税直前にかけてある程度の駆け込み需要が発生すると予想される。

住宅投資は駆け込み需要が既に頭打ち

そして、最も駆け込み需要が大きいのは、その金額の大きさを踏まえると、住宅投資とみて間違いないだろう。前回2014年4月の消費増税時は、住宅着工件数が増税1年半前の2012年7～9月期（年率87.0万户）を底として、増税直前の2014年1～3月期には年率103.0万户へ16.0万户（18%）も増加し、増税後は85.7万户（2014年7～9月期）まで落ち込んだ。なかでも「持ち家」は変動が大きく、同じ期間に31.5万户から38.0万户へ6.5万户

住宅着工件数の推移（季節調整値、万户）



（20%）増加した後、27.1万户まで落ち込んでいる。正に需要の先食いとなったわけである。「貸家」は、この間に31.0万户から38.7万户へ7.7万户（25%）、持ち家を上回る増加を見せたが、落ち込みは33.7万户までにとどまった。以降も相続税の実質増税²を背景に相続対策の着工増が続き、反動落ちは一時的であった。また、「分譲」住宅は、マンションを多く含む販売するまでの時間差が大きいので、「持ち家」や「貸家」より早い2013年7～9月期がピークとなったが、それまでの1年間で24.6万户から27.6万户へ3.0万户（12%）増加しており、駆け込み需要が確認できる。

しかしながら、今回の場合、住宅着工戸数は全体で、2018年4～6月期の年率96.6万户をピークに既に減少傾向にある。「持ち家」（2018年7～9月期28.1万户→2019年4月31.0万户：+10%）や「分譲」（2018年1～3月期22.4万户→2018年10～12月期27.6万户：+23%）には駆け込み需要らしき動きが見られるが、「貸家」は2017年1～3月期の43.7万户をピークに減少傾向が続き、2019年4月には34.6万户ま

² 2015年から相続税の基礎控除が縮小され、相続対策の貸家着工が増加した。

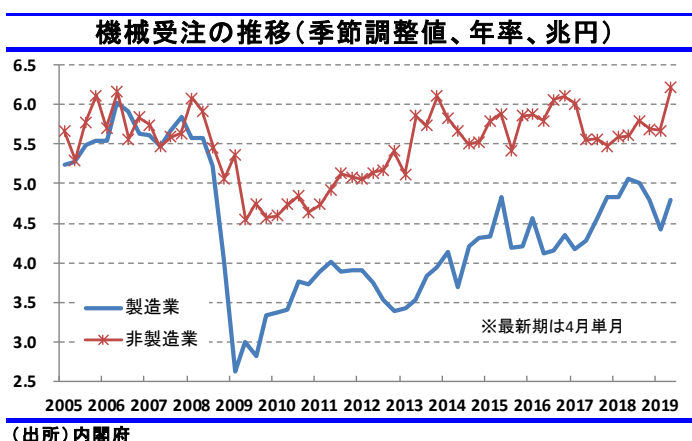
で落ち込んでいる。相続税対策ブームにより需要が先食いされ、駆け込むほどの需要が残っていないことが原因だと考えられる。

いずれにしても、住宅建設においても消費増税前の駆け込み需要が発生していることは間違いないが、今回は「分譲」により顕著に表れ、既に減少に転じている。「貸家」においては、減少傾向に歯止めを掛けるほどの駆け込み需要は見られない。今後も「持ち家」の駆け込み着工は見込まれるものの、全体の減少傾向を食い止めるほどの力は期待できず、住宅着工はピークアウトした可能性が高い。そのため、2019年1～3月期まで3四半期連続で前期比プラスであった住宅投資は、4～6月期にはマイナスに転じ、以降も減少傾向が続くとみられる。

設備投資は非製造業で底堅いがピークアウトか

設備投資は、前述の通り、1～3月期も上方修正により小幅ながらも増加が続いたため、政府が言う通り「緩やかな増加傾向」にあることは事実であろう。

ただ、先行指標の機械受注（船舶・電力を除く民需）は、2018年10～12月期に続き、2019年1～3月期も前期比▲3.2%と比較的大きな減少を記録、4月は大幅に増加したとはいえ、振れの大きいこの統計の特徴を踏まえると、持ち直し傾向に転じたと判断するのは早計であろう。一方で、従前より指摘している通り、生産設備の残高（設備ストック）の伸びは1%台半ばまで高まっている。一定の前提を基に試算すると、それは企業が2%程度の経済成長を期待していることを意味する。現実の成長率が1%に満たない見通しであることを踏まえると、設備投資は今後、企業が現実的な成長に投資水準を合わせていくに伴って循環的にピークアウトする可能性が高い。米中貿易摩擦の行方を巡る先行き不透明感も、設備投資のピークアウトを促す要因となろう。



設備投資は今後、企業が現実的な成長に投資水準を合わせていくに伴って循環的にピークアウトする可能性が高い。米中貿易摩擦の行方を巡る先行き不透明感も、設備投資のピークアウトを促す要因となろう。

機械受注を業種別に見ると、製造業からの受注は4月に前月比+16.3%の大幅増となり、4月の水準は1～3月期を8.4%上回ったが、それまで3四半期連続で減少していたため、十分に水準を戻していない。一方の非製造業からの受注は、3月に前月比+13.4%の大幅増を記録したあと、4月も+1.2%と増加が続いた。その結果、4月の水準は1～3月期を大きく(9.5%)上回るだけでなく、最近20年間で最も高い。企業業績と同様、設備投資も停滞感の強い製造業と堅調さが目立つ非製造業の明暗が分かれた格好となっている。

消費増税までは緩やかな景気拡大を持続

このように、日本経済は、公共投資の拡大に支えられる中で、輸出の下げ止まりや個人消費の持ち直しが確認されるなど、「回復基調を維持」している。米中貿易摩擦の行方は依然として先行きの不透明要因ではあるが、ひとまず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、緩やかな拡大を続ける可能性が高い。

消費増税後は、増税の影響（購買力の低下）に駆け込み需要の反動が加わり、個人消費は一旦停滞が避け

られない。それでも、米中の関税引き上げ合戦に終止符が打たれ、世界経済が安心を取り戻せば、輸出の回復が日本経済を下支えし、**2020 年**に入れば設備投資も循環的な調整局面を終えて徐々に持ち直し、東京五輪関連需要の盛り上がりも加わって、緩やかな拡大傾向を維持できるであろう。つまり、景気後退懸念は東京五輪後まで先送りされる。現時点で当社は、こうした姿をメイン・シナリオとして想定している。

その場合、日本経済の成長率は、2018 年度の前年比+0.7%から、2019 年度も+0.7%と同じ伸びを維持するが、2020 年度は五輪関連需要の一巡に消費増税対策効果の剥落が加わり、+0.4%へ減速すると予想される。また、いずれの年も 1%程度とされる潜在成長率を下回るため、デフレの根源である需給ギャップ（需要と供給力の差）はデフレ圧力を高める方向に拡大、今後も物価上昇圧力の乏しい状況が長期に渡り続き、アベノミクス最大の目標である「デフレからの完全脱却」の実現が相当に遠のくと見込まれる。

なお、米中の通商協議が不調に終わり、米国が関税引き上げ第 4 弾を実施した場合、中国も報復措置を実行、米中とも成長が一段と鈍化し、世界経済全体に先行き不透明感が広がり大きく減速、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が及ぶ。その場合、日本経済は消費増税後にも後退局面入りする可能性が高まる。日米通商政策の行方も留意が必要であり、引き続き米国発の貿易摩擦が日本経済にとって最大のリスクとなろう。

日本経済の推移と予測(年度)

前年比,%,%Pt	2016 実績	2017 実績	2018 実績	2019 予想	2020 予想
実質GDP	0.9	1.9	0.7	0.7	0.4
国内需要	0.1	1.5	0.8	0.6	0.1
民間需要	▲0.1	1.8	1.1	0.3	0.1
個人消費	0.0	1.1	0.4	0.5	0.6
住宅投資	6.3	▲0.7	▲4.3	▲2.3	▲4.2
設備投資	▲0.5	4.5	3.5	▲0.1	▲0.8
在庫投資(寄与度)	(▲0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(▲0.1)
政府消費	0.7	0.4	0.9	0.8	0.7
公共投資	0.6	0.5	▲3.9	4.1	▲0.7
純輸出(寄与度)	(0.7)	(0.4)	(▲0.1)	(0.2)	(0.2)
輸 出	3.6	6.4	1.3	0.3	2.4
輸 入	▲0.9	4.1	2.0	▲0.6	1.0
名目GDP	0.7	2.0	0.5	1.6	1.1
鉱工業生産	0.8	2.9	0.2	0.6	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	19.4	20.3	21.2
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。

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。