

日本経済情報 2019年7月号

【内容】

企業景況感は製造業と非製造業で明暗分かれる

輸出は緩やかな拡大へ

設備投資は増勢弱まる

個人消費は低気温で盛り上がり欠く

4～6月期の実質GDP成長率はプラス成長ながら減速

消費増税後に一旦停滞も景気は拡大基調を維持する見通し

Summary

輸出減や先行き懸念から製造業で景況感が悪化

6月調査の日銀短観は、非製造業と製造業で景況感が明暗分かれた。製造業の景況感悪化は先行き懸念や輸出の落ち込みが背景。ただ、輸出は中国向けを中心に下げ止まりつつあり、今後は持ち直しも期待そうである。非製造業は大企業でむしろ改善し好調持続。

ただ、企業の投資意欲は専ら製造業で慎重化しており、当面は設備投資に力強い拡大は期待できない。そうした中で、個人消費は天候不良もあり冴えないが、今後は駆け込み需要が押し上げ要因となろう。

こうした足元の情勢を踏まえると、4～6月期の実質GDP成長率はプラス成長を維持したものの、1～3月期からは減速したとみられる。

消費増税後の景気は、個人消費の落ち込みにより一旦停滞するものの、駆け込み需要が小さいため反動も限定的であり、輸出の拡大や東京五輪関連需要に下支えされ、緩やかながらも拡大基調を維持しよう。

日本経済の推移と予測(年度)

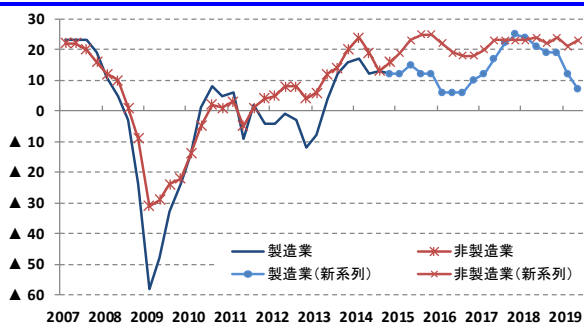
前年比, %, %Pt	2016 実績	2017 実績	2018 実績	2019 予想	2020 予想
実質GDP	0.9	1.9	0.7	0.7	0.3
国内需要	0.1	1.5	0.8	0.8	0.0
民間需要	▲0.1	1.8	1.1	0.7	▲0.1
個人消費	0.0	1.1	0.4	0.7	0.6
住宅投資	6.3	▲0.7	▲4.3	▲2.4	▲4.9
設備投資	▲0.5	4.5	3.5	0.3	▲1.0
在庫投資(寄与度)	(▲0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(▲0.1)
政府消費	0.7	0.4	0.9	0.8	0.7
公共投資	0.6	0.5	▲3.9	3.2	▲0.7
純輸出(寄与度)	(0.7)	(0.4)	(▲0.1)	(▲0.1)	(0.3)
輸出	3.6	6.4	1.3	0.4	2.4
輸入	▲0.9	4.1	2.0	0.7	0.8
名目GDP	0.7	2.0	0.5	1.3	0.8

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

企業景況感は製造業と非製造業で明暗分かれる

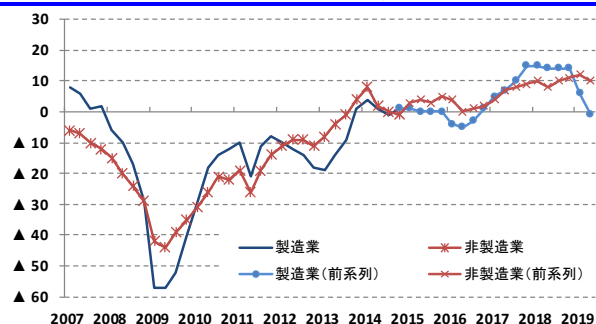
7月1日に発表された日銀短観（6月調査）では、非製造業で景況感の良好さが維持される一方で、製造業では一段と悪化している様子が確認された。企業景況感を示す業況判断DI（良い－悪い）は、大企業非製造業で前回3月調査の+21から6月調査では+23へさらに水準を切り上げた一方で、大企業製造業では+12から+7へ悪化した。中小企業でも非製造業は+12から+10へ小幅悪化するも比較的高い水準を維持した一方で、製造業では+6から▲1へ大幅悪化、2016年9月調査以来のマイナスとなった。このように、企業の景況感、規模を問わず、堅調な非製造業と悪化する製造業との明暗がはっきり分かれている。

日銀短観業況判断DI(大企業、良い－悪い、%Pt)



(出所)日本銀行

日銀短観業況判断DI(中小企業、良い－悪い、%Pt)



(出所)日本銀行

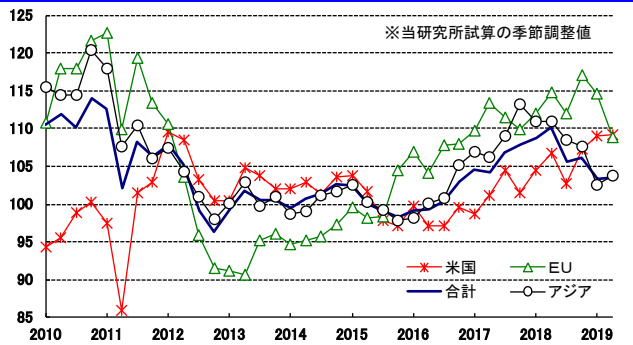
大企業製造業で悪化が目立つ業種は、金属製品（3月+8→6月▲11）、生産用機械（+31→+17）、自動車（+15→+5）、電気機械（+9→+2）であり、半導体需要の落ち込みを受けた素材市況の悪化や生産用機械の受注減のほか、自動車では今後本格化する日米通商協議で米国から圧力を受けるのではないかと懸念もあったようである。一方の非製造業では、料金引き下げにより通信（+29→+7）が大きく悪化した。物品賃貸（+12→+23）や宿泊・飲食サービス（+9→+17）、運輸・郵便（+12→+19）などが改善し、全体の景況感を押し上げた。公共投資の拡大や10連休効果、堅調なインバウンド需要などが追い風になったとみられる。

輸出は緩やかな拡大へ

製造業の景況感悪化の背景に輸出の落ち込みがあることは間違いないだろう。輸出は財（モノ）とサービスに分けられるが、全体の8割を占めるモノの輸出動向を示す通関輸出数量指数を見ると、2018年7～9月期以降、台風被害による関西空港の一時閉鎖や中国発の情報関連機器の在庫調整などを背景に、減少傾向が続いていた。

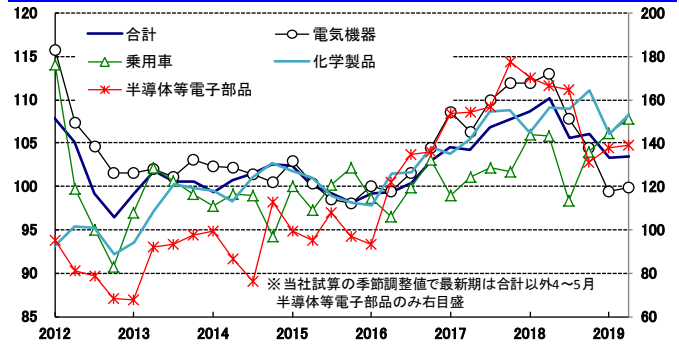
ただ、直近2019年4～6月期の実績を見ると、前期比+0.1%と下げ止まっている（当社試算の季節調整値）。主な仕向地別に見ると、景気の減速が顕著なEU向け（1～3月期前期比▲2.2%→4～6月期▲5.0%）の落ち込みが続いたものの、景気の堅調な拡大が続く米国向け（+1.7%→+0.2%）は増勢を維持、アジア向け（▲4.7%→+1.2%）は4四半期ぶりのプラスに転じている。さらに、アジア向けの内訳を見ると、中国向け（▲7.4%→+4.0%）が大きくリバウンドしており、昨年秋から続くスマートフォンなど情報関連機器の在庫調整に伴う輸出減には歯止めが掛かっているとみられる。4～5月までの実績が確認できる財別の動きを見ても、半導体等電子部品は1～3月期以降、リバウンドしている。

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

主な財の輸出数量指数の推移(季節調整値、2015年=100)



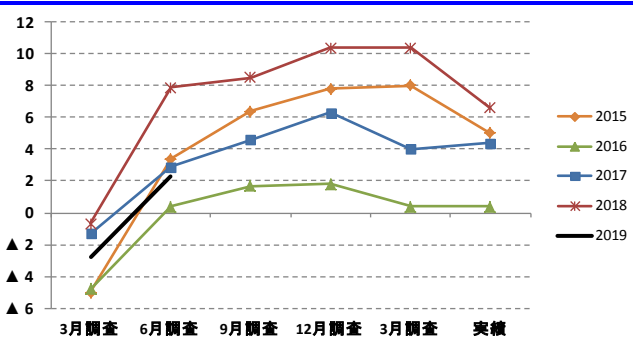
(出所)財務省

今後については、景気の足取りが重い EU 向けや、貿易摩擦の影響が本格化しつつある中国向けに大きな期待ができないものの、米国経済は引き続き堅調拡大が見込まれ、ASEAN などアジア新興国もインフレ抑制や米国利下げによる通貨安圧力の後退により底堅い需要が見込まれるため、これらの地域向けは拡大が期待できそうである。そのため、輸出全体では緩やかな拡大傾向となり、製造業の業績改善に貢献すると見込まれる。

設備投資は増勢弱まる

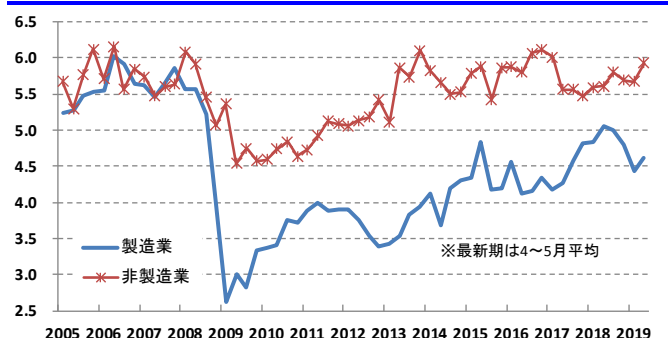
そうはいつても、これまでの輸出の落ち込みにより、特に製造業で企業の設備投資意欲は減退している。日銀短観の調査項目の一つである設備投資計画(6月調査)を見ると、2019年度の設備投資は全産業で前年比+2.3%にとどまっているが、この伸びは最近5年間で2016年度(同+0.4%)に次ぐ低さであり、2017年度(6月調査時点で+2.9%)をやや下回る。2016年度の設備投資は最終的に前年比+0.4%の微増、2017年度でも+4.4%であったこと、さらに米中貿易摩擦や英国のEU離脱など先行き不透明な要因があることを踏まえると、2019年度の設備投資は最終的に前年比小幅増で着地すれば御の字というところであろう。

日銀短観の設備投資計画(前年比、%)



(出所)日本銀行

機械受注の推移(季節調整値、年率、兆円)



(出所)内閣府

実際に、足元の設備投資の動向を、先行指標である機械受注(船舶・電力を除く民需)で確認すると、5月は前月比▲7.8%と4ヵ月ぶりに減少している。それでも4~5月平均で見れば1~3月期の水準を4.2%上回っているが、それまでの2四半期(2018年10~12月期、2019年1~3月期)にそれぞれ前期比▲3.2%と比較的大きく落ち込んだ後としては、せいぜい下げ止まり程度の反発に過ぎない。特に製造業は、2018年7~9月期から3四半期連続で減少した後、4月にリバウンドしたが5月は再び減少、下げ止まったかどうかは定かではない(右下図)。一方の非製造業は、さほど大きな落ち込みも見られず緩やかな拡大基調を

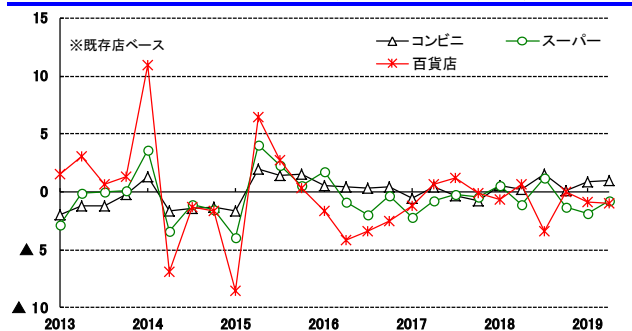
維持しているが、今後は消費増税の影響を見極める動きもあるとみられ、当面は力強い拡大を見込み難い。設備投資に景気の牽引役は期待できそうもない。

個人消費は低気温で盛り上がり欠く

個人消費も、6月の指標を見る限り、盛り上がり欠ける状況が続いている。まず、主な小売業態の販売動向を見ると、6月の百貨店売上高（店舗数調整済）は前年同月比▲0.9%となり、5月の▲0.8%から若干悪化した。主力の衣料品が悪天候で客足が伸びず、低気温により夏物が不振で落ち込みが続いたほか、外国人購買客数の減少によりインバウンド関連も振るわなかった。四半期の動きを見ても、4～6月期は1～3月期と同じ前年同期比▲0.9%にとどまった。また、6月のコンビニ売上高（既存店）は前年同月比▲0.0%となり、わずかとはいえ8か月ぶりのマイナスに転じた。低気温で飲料など夏物商品が落ち込んだことが響いた。ただ、4～6月期では前年同期比+1.0%となり、1～3月期の+0.9%から伸びを若干高め基調としては底堅さを維持した。6月のスーパー売上高（既存店）は、5月の前年同月比▲0.7%から▲0.5%へ小幅改善した。衣料品は悪天候の影響で不振だったが、主力の食料品で落ち込み幅がやや縮小した。その結果、4～6月期では前年同期比▲0.7%と依然マイナスながら、1～3月期の▲1.8%からは好転している。

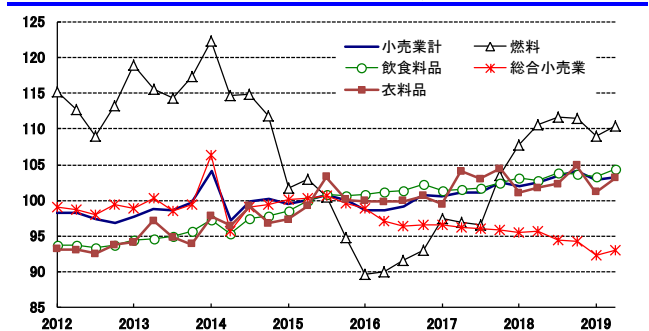
以上の通り、主要小売業態の販売動向は、スーパーで落ち込みが緩和したものの、百貨店やコンビニは悪天候を主因に伸び悩んでいる。そのため、小売販売全体の統計で見ても、「総合小売業」は4～6月期に前期比+0.7%とプラスに転じたが、それまで3四半期連続で減少していたことを踏まえれば、下げ止まった程度である。一方で、家電製品などの「機械器具」小売業は、4～6月期も前期比+1.1%と4四半期連続のプラスを記録、1～3月期の+0.4%から小幅ながらも増勢を強めている。耐久消費財の買い替えサイクルが上向きのところに消費増税前の駆け込み需要が加わった模様である。

主要小売業態別の売上動向（前年同期比、%）



（出所）各業界団体

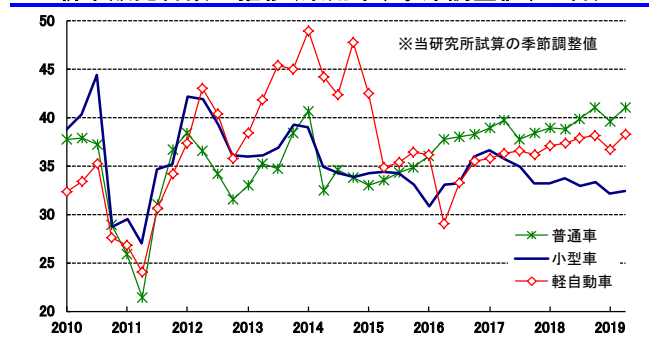
小売売上高の推移（季節調整値、2015年=100）



（出所）経済産業省

4月以降、消費増税前の駆け込み的動きが指摘された乗用車販売台数は、6月に当社試算の季節調整値で年率433.6万台と5月（455.7万台）から4.9%も減少、消費増税直前のボーナス時期としては思いのほか弱い結果となった。4～6月期で見れば前期比+3.1%の年率447.0万台となり、増加基調は維持しているものの、前回2014年4月の消費増税時と比べると、駆け込み需要による押し上げは今のところ極め

新車販売台数の推移（乗用車、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

て小さい。

確かに、今回の消費増税は、税率の引き上げ幅（8%→10%）が前回（5%→8%）より小さいことや、消費増税後の自動車税制変更により車種によっては税負担が軽くなることもあり、前回のような大幅な駆け込み需要は当初から見込まれていない。とはいえ、増税前に購入する方が有利な場合もあるため、今後は徐々に駆け込み需要が自動車販売を押し上げるとみられる。そのほか、既に駆け込み需要が見られる家電製品に加え、雑貨や食料品なども、政府によるキャッシュレス決済へのポイント還元制度が増税後の購入を促す部分はあるにせよ、増税直前には相応の駆け込み需要が発生するとみておくべきだろう。

4～6 月期の実質 GDP 成長率はプラス成長ながら減速

以上のような足元の状況を踏まえると、8月9日公表予定の2019年4～6月期の実質GDP1次速報は前期比+0.2%（年率+0.9%）となり、3四半期連続のプラス成長ながら1～3月期の+0.6%（年率+2.2%）からは減速したとみられる。輸出はリバウンドするも低い伸びにとどまり、設備投資は減少に転じたものの、個人消費が前期の反動もあって比較的高い伸びを記録、公共投資が増勢を強め、プラス成長に貢献したようである。ただ、前年同期比でも1～3月期の+0.9%から4～6月期は+0.7%へ鈍化しており、日本経済は拡大傾向を維持しているとはいえ、そのペースは内閣府が試算する潜在成長率1.1%を下回ってきている。需給面からの物価上昇圧力は弱まる兆しが出始めている。

実質GDP成長率の推移（QE予測）

	2017				2018				2019	
	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	予測 4～6
実質GDP	0.8	0.5	0.6	0.3	▲0.1	0.6	▲0.6	0.5	0.6	0.2
（年率換算）	3.4	2.2	2.4	1.3	▲0.4	2.3	▲2.6	1.8	2.2	0.9
（前年同期比）	1.5	1.7	2.1	2.4	1.3	1.5	0.1	0.3	0.9	0.7
国内需要	0.8	0.8	0.1	0.3	▲0.2	0.6	▲0.5	0.8	0.1	0.5
民間需要	1.0	0.9	0.2	0.4	▲0.2	0.9	▲0.5	0.9	0.1	0.5
民間最終消費支出	0.6	1.0	▲0.9	0.4	▲0.1	0.6	▲0.3	0.3	▲0.1	0.6
民間住宅投資	0.3	1.8	▲1.9	▲3.1	▲2.3	▲2.0	0.8	1.4	0.6	▲1.3
民間企業設備投資	1.5	0.9	1.7	0.7	1.0	2.6	▲2.6	2.7	0.3	▲0.2
民間在庫品増加	(0.1)	(▲0.1)	(0.4)	(0.1)	(▲0.2)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
公的需要	0.4	0.6	▲0.2	0.0	▲0.1	▲0.1	▲0.2	0.3	0.2	0.6
政府最終消費支出	0.3	▲0.1	0.3	0.0	0.3	0.1	0.2	0.7	▲0.1	0.2
公的固定資本形成	0.3	3.1	▲2.3	0.0	▲1.1	▲0.7	▲2.0	▲1.5	1.2	2.4
財貨・サービスの純輸出	(0.1)	(▲0.3)	(0.5)	(0.0)	(0.1)	(▲0.1)	(▲0.2)	(▲0.3)	(0.4)	(▲0.3)
財貨・サービスの輸出	2.1	0.1	2.2	2.0	1.0	0.7	▲2.0	1.2	▲2.4	0.8
財貨・サービスの輸入	1.9	1.8	▲0.9	2.2	0.7	1.0	▲1.0	3.0	▲4.6	2.5
名目GDP	0.4	0.7	1.0	0.3	▲0.2	0.3	▲0.6	0.5	0.8	0.0
（年率換算）	1.6	3.0	4.1	1.0	▲0.8	1.4	▲2.6	2.0	3.4	0.2
（前年同期比）	0.6	1.4	2.3	2.4	1.8	1.4	▲0.3	▲0.0	1.0	0.8
デフレーター（前年同期比）	▲0.8	▲0.3	0.1	0.1	0.5	▲0.1	▲0.4	▲0.3	0.1	0.1

（出所）内閣府、予測は当研究所による

消費増税後に一旦停滞も景気は拡大基調を維持する見通し

今後の日本経済は、米中貿易摩擦の行方が依然として不透明要因とはなるが、輸出が徐々に持ち直す中で、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とみられる。

消費増税後は、増税による消費者の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するであろうが、駆け込み需要は前回の増税時に比べてはるかに小さく、消費の停滞が景気の腰を折るには

至らないとみられる。さらに、11月のAPECで見込まれる米中首脳会談において両国の関税引き上げ合戦に終止符が打たれ、世界経済全体を覆う不透明感が払拭されれば、輸出の拡大基調は維持され、不透明感の後退と相俟って設備投資の持ち直しにもつながろう。2020年度に入ると、東京五輪関連需要の盛り上がりも加わる。そのため、現時点では、少なくとも2020年夏まで日本経済は拡大傾向を維持するというこれまでの予想を修正する必要はないと考える。

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	0.3
国内需要	0.1	1.5	0.8	0.8	0.0
民間需要	▲0.1	1.8	1.1	0.7	▲0.1
個人消費	0.0	1.1	0.4	0.7	0.6
住宅投資	6.3	▲0.7	▲4.3	▲2.4	▲4.9
設備投資	▲0.5	4.5	3.5	0.3	▲1.0
在庫投資(寄与度)	(▲0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(▲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	3.2	▲0.7
純輸出(寄与度)	(0.7)	(0.4)	(▲0.1)	(▲0.1)	(0.3)
輸出	3.6	6.4	1.3	0.4	2.4
輸入	▲0.9	4.1	2.0	0.7	0.8
名目GDP	0.7	2.0	0.5	1.3	0.8
鉱工業生産	0.8	2.9	0.2	0.9	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	1.2	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。