

日本経済情報 2019 年 8 月号

【内 容】

4～6 月期は 3 四半
期連続のプラス成長
に

個人消費は持ち直
すも足元は悪天候で
低調

設備投資は増勢維
持も一旦頭打ちの可
能性

住宅投資も減少に転
じる見込み

輸出は持ち直しの動
き強まる兆し

2019 年度の成長率
は前年並みを維持

2020 年度は東京五
輪後に再び停滞

2021 年度は輸出と
設備投資の牽引に
期待

Summary

2021 年度までの経済見通し

2019 年 4～6 月期の実質 GDP 成長率は、輸出が停滞したものの、個人消費が前期の反動もあり増勢を強め、設備投資や住宅投資も増勢を維持し、前期比年率+1.8%の比較的高い伸びとなった。これで 3 四半期連続のプラス成長となり、日本経済は緩やかな拡大基調を維持している。

7 月以降、悪天候により個人消費の足取りは重い、今後は消費増税前の駆け込み需要が本格化するとみられ、7～9 月期も増勢を維持しよう。設備投資や住宅投資は減少に転じる可能性が高いが、輸出の持ち直しにより 7～9 月期の実質 GDP 成長はプラスが続くとみられる。

消費増税後の景気は一旦停滞するも、2020 年に入れば東京五輪関連需要の盛り上がりもあり、拡大基調を取り戻そう。東京五輪後は消費増税対策の一巡も加わることから景気は再び停滞し、2020 年度の成長率は大きく鈍化するが、労働需給の逼迫が続き、賃金上昇や設備投資拡大につながるとみられ、日米貿易協議や米中貿易摩擦が輸出の逆風とならなければ、2021 年度には巡航速度（潜在成長率）程度の成長に復すると予想。

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	2021 予想
実質 GDP	0.9	1.9	0.7	0.8	0.4	0.9
国内需要	0.1	1.5	0.8	0.9	0.0	0.8
民間需要	▲0.1	1.8	1.1	0.7	▲0.1	0.9
個人消費	0.0	1.0	0.5	0.8	0.6	0.5
住宅投資	6.3	▲0.7	▲4.4	▲1.5	▲5.5	▲2.2
設備投資	▲0.5	4.6	3.5	1.0	▲1.6	3.4
在庫投資(寄与度)	(▲0.2)	(0.1)	(0.1)	(▲0.1)	(▲0.0)	(▲0.1)
政府消費	0.7	0.4	0.9	1.3	0.5	0.6
公共投資	0.6	0.5	▲4.0	1.9	0.2	0.5
純輸出(寄与度)	(0.7)	(0.4)	(▲0.1)	(▲0.0)	(0.4)	(0.1)
輸 出	3.6	6.5	1.5	▲0.9	3.1	0.8
輸 入	▲0.9	4.0	2.1	▲0.7	0.8	0.4
名目 GDP	0.7	2.0	0.5	1.6	1.1	1.3
鉱工業生産	0.8	2.9	0.2	▲0.7	1.5	1.8
失業率(%、平均)	3.0	2.7	2.4	2.3	2.1	2.0
経常収支(兆円)	21.7	22.2	19.2	18.5	22.0	24.9
消費者物価(除く生鮮)	▲0.2	0.7	0.8	1.0	1.1	0.6

（出所）内閣府ほか、予想部分は当研究所による。

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

4～6 月期は 3 四半期連続のプラス成長に

8 月 9 日に発表された 2019 年 4～6 月期 GDP の 1 次速報値は、前期比+0.4%（年率+1.8%）となり、大方の予想通り 3 四半期連続で前期比プラス成長を記録した。1%程度とされる潜在成長率を上回ったという意味で、景気は緩やかながらも拡大が続いていると評価できる。

需要別の内訳を見ると、輸出はサービス分野の落ち込みにより予想に反して小幅ながらもマイナスが続き（1～3 月期前期比▲2.0%→4～6 月期▲0.1%）、輸入は前期の反動からプラスに転じたため（▲4.3%→+1.6%）、輸出から輸入を差し引いた純輸出（外需）は GDP 成長率を押し下げた。しかしながら、国内需要が民間、政府ともに増勢を強め、こうした外需によるマイナスをカバーしたことで、全体としてはプラス成長が維持された。

なお、国内民間需要のうち、個人消費（+0.1%→+0.6%）が前期の反動や駆け込み需要などから増勢を強め全体を牽引した（詳細後述）。また、当社の予想に反して設備投資（+0.4%→+1.5%）や住宅投資（+0.6%→+0.2%）も増勢を維持した。公的需要についても、昨年度補正予算による追加を受けた公共投資（+1.4%→+1.0%）の拡大が続いたほか、政府消費（▲0.1%→+0.9%）が予想以上の伸びとなった。

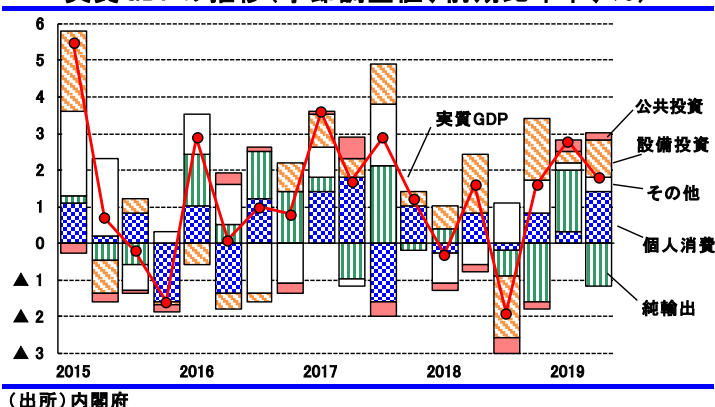
個人消費は持ち直しも足元は悪天候で低調

4～6 月期に個人消費が増勢を強めた主因は、耐久消費財（1～3 月期前期比▲1.8%→4～6 月期+4.3%）とサービス（▲0.0%→+0.4%）の復調である。耐久消費財は、前期のマイナスを補って余りある増加となっており、自動車や家電製品などで消費増税前の駆け込み需要が発生した模様である。サービスについても、前期に停滞した反動もあるが、最大で 10 連休となったゴールデンウィークの効果が出たものとみられる。一方で、衣料品などの半耐久財（▲3.3%→▲0.5%）は気温が上がらず夏物不振により減少が続いた。

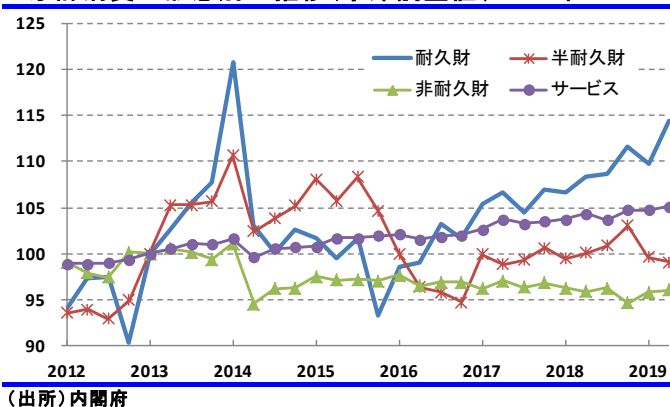
7 月以降は、消費増税前の駆け込み需要が耐久消費財だけでなく、衣料品などの半耐久財や酒・たばこなど非耐久財の一部にも広がると見込まれるが、7 月に限って言えば以下の通り悪天候の影響で小売販売が大きく落ち込んだ。これらの財で駆け込み需要が本格化するのは、前回の消費増税時（2014 年 4 月）と同様、直前の 1 ヶ月間となろう。

主な業態の売上動向を見ると、7 月の百貨店売上高（店舗数調整済）は前年同月比▲2.9%となり、6 月の▲0.9%からマイナス幅が大きく拡大した。化粧品や宝飾品は持ち直しインバウンド需要の底堅さは確認さ

実質GDPの推移(季節調整値、前期比年率、%)



家計消費の形態別の推移(季節調整値、2013年Q1=100)



れたものの、日曜日が前年より 1 日少なかったことに加え梅雨が長引いたため、主力の衣料品が夏物を中心に不振だった。

7 月のスーパー売上高(既存店)は前年同月比▲7.1%となり、6 月の▲0.5%から大きくマイナス幅が拡大した。百貨店同様、天候不順が夏物衣料を押し下げたほか、主力の食料品もビールなどの飲料が不振、青果相場の下落も販売を押し下げた。家電製品も大きく落ち込んでおり、消費増税前の駆け込み購入の動きは確認されなかった。

7 月のコンビニ売上(既存店)も前年同月比▲2.5%と 6 月の▲0.0%からマイナス幅が拡大、全店ベースでは▲0.6%と実に 6 年 5 ヶ月ぶりのマイナスを記録した。他業態と同様、悪天候の影響が大きく、アイスクリームやアルコール飲料を含む加工食品の落ち込みが目立ったほか、「セブンペイ」不正利用事件の影響も指摘されている。

7 月の乗用車販売台数は、当社試算の季節調整値で年率 450.8 万台と 6 月の 433.1 万台から増加、2018 年通年の 439.1 万台を上回る水準となった。一部で消費増税前の駆け込み需要が確認¹されているが、前回の消費増税時は年率 440 万台を底に増税 3 ヶ月前の 2014 年 1 月には 545 万台のピークを迎えたことと比べると、駆け込み需要は限定的なものにとどまっている。

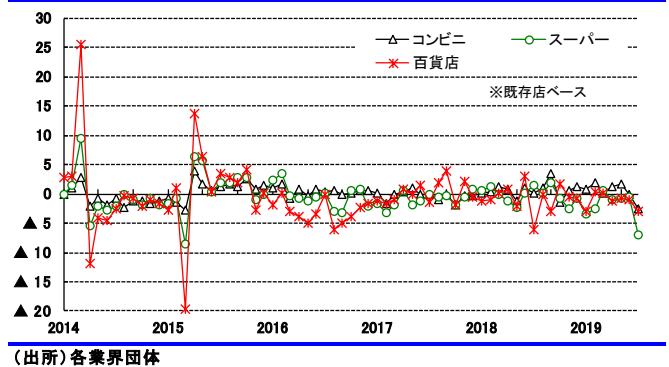
設備投資は増勢維持も一旦頭打ちの可能性

予想に反して 4~6 月期も増勢を維持した設備投資は、先行指標である機械受注(船舶・電力を除く民需)が 4~6 月期に前期比+7.5%の大幅増、3 四半期ぶりの前期比プラスに転じ、底堅さを見せた。製造業からの受注(1~3 月期前期比▲7.7%→4~6 月期+2.5%)が下げ止まり、非製造業からの受注(▲0.3%→+13.1%)が大幅に増加した。それでも、直前 2 四半期は比較的大きな減少が続いたことを踏まえると、設備投資は今後、一旦頭打ちする可能性が高いと考えられる。

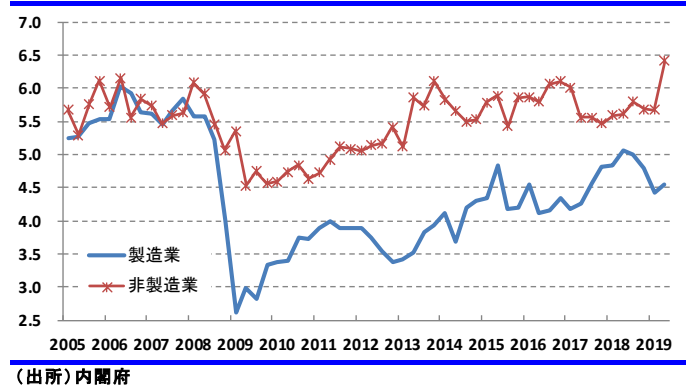
住宅投資も減少に転じる見込み

住宅投資も予想に反して 4~6 月期に小幅とはいえ増

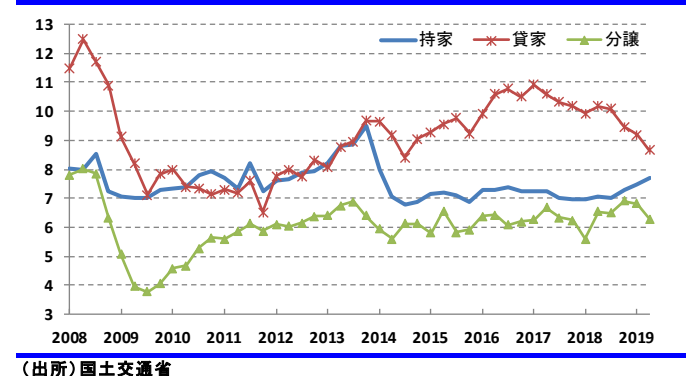
主な業態別の売上高の推移(前年同月比、%)



機械受注と設備投資の推移(季節調整値、年率、兆円)



住宅着工戸数の推移(季節調整値、万戸)



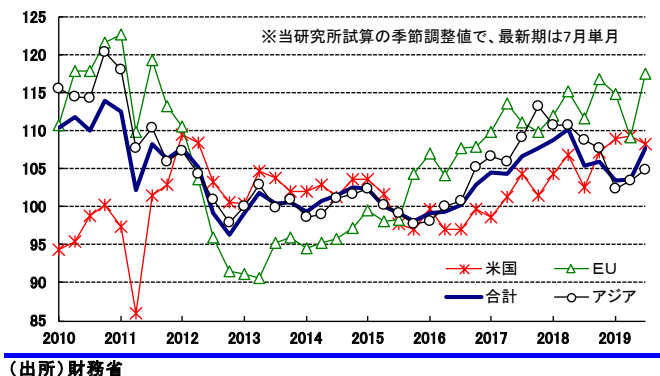
¹ 内閣府「景気ウォッチャー調査(2019年7月)」によると、甲信越地方で「僅かながら増税前の買換え需要を感じる。新型イベントの谷間だが、前年を超える新車受注を維持している(乗用車販売店)」とあるほか、北陸地方で「7月の販売量は前年同月比136%の見込みである。3か月前の販売量は前年同月比126%で、やや上向きである(乗用車販売店)」との声があった。

加したが、先行指標となる住宅着工戸数は2018年10～12月期の年率95.5万戸をピークに、2019年1～3月期94.2万戸、4～6月期91.8万戸と下げ足を速めている。内訳を見ると、持ち家は消費増税前の駆け込み需要もあって増加傾向を維持したが、過剰感の強まる貸家は大幅な減少が続き、分譲住宅も駆け込み需要狙いの着工が一巡し2019年に入り減少に転じている。今後は、持ち家の着工も、既に契約ベースで消費税率が4月に10%へ引き上げられている²ことから減少に転じるとみられ、住宅投資は7～9月期以降、前期比で減少に転じる見込みである。

輸出は持ち直しの動き強まる兆し

4～6月期も停滞した輸出については、7月に持ち直しの動きを見せている。輸出全体の約8割を占めるモノ（財、残り2割はサービス）の輸出動向を示す通関輸出数量指数は、7月に前年同月比+1.5%と9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+4.3%と比較的大幅な増加、6月の+0.9%から増勢が加速しており、持ち直しの動きが強まった。この結果、7月の水準は4～6月期を3.9%も上回っており、この水準を維持できれば7～9月期の輸出は力強い回復の姿を見せることになる。

輸出数量指数の推移(季節調整値、2015年=100)



仕向け地別に7月の水準を4～6月期と比べると、米国向けは▲0.8%で概ね横ばいにとどまったが、EU向けが+7.7%と大幅に回復した。EU向けは4～6月期に前期比▲5.0%と大きく落ち込んでおり、その反動という面が強いものの、2013年以降続く緩やかな拡大トレンドに復した点は評価できる。また、アジア向けも7月は4～6月期を1.4%上回っており、持ち直しに転じた4～6月期以降、緩やかな拡大傾向を維持している。アジア向けのうち、7月の中国向けは4～6月期を0.2%上回るにとどまったが、4～6月期は前期比+3.5%と比較的大きく増加しており、その水準を維持したという意味で、底堅いと言える。

なお、財別では、米国向けで自動車が緩やかな拡大基調を維持する一方で、鉄鋼や半導体（IC）が大きく落ち込み、中国向けは自動車が増勢を強め半導体を持ち直すも、自動車部品の減少が続くなど、まだら模様であった。

2019年度の成長率は前年並みを維持

以上の現状を踏まえて今後の日本経済を展望すると、まず、消費増税直前となる2019年7～9月期は、先行指標の動きからみて住宅投資は減少に転じ、設備投資も一旦は失速する可能性が高い。4～6月期のプラス成長に貢献した公共投資も、補正予算の執行一巡とともに減速しよう。一方で、輸出は持ち直し、個人消費も駆け込み需要で押し上げられるとみられる。ただ、消費増税のインパクトは前回に比べると小さく、その分、駆け込み需要も小さいほか、前述の通り小売販売が7月に大きく落ち込んだことも考慮すると、7～9月期の個人消費は、前回のような大幅増（前期比+2.0%）には遠く及ばないとみておくべきだろう。以上を踏まえると、7～9月期の実質GDP成長率は前期比で若干のプラス程度にとどまると予想される。

² 注文住宅（建築請負契約）の場合、2019年9月30日までに引き渡すか、3月31日までに請負契約が完了していれば、旧税率（8%）が適用される。

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。

消費増税後は、駆け込み需要が小さい分、反動落ちも限定的となり、政府によるキャッシュレス決済支援策や教育無償化策による下支えもあるとはいえ、消費増税分は実質的に所得を目減りさせ購買力が低下すること、景気の先行きに対する不透明感が消費者マインドを冷やすことから、個人消費は一時的に落ち込み、景気全体としても一旦は停滞感が強まるとみられる。住宅投資の減少が続き、設備投資が循環的にピークアウトすることも、景気の下押し要因となろう。

しかしながら、構造的な人手不足は解消せず賃金上昇圧力が根強い中で、家計の所得環境はさほど悪化せず、2020年に入ると東京五輪関連需要の盛り上がりや消費者マインドの改善、循環的な設備投資の底入れなどが、景気を押し上げる方向に働こう。日本経済は、東京五輪終了までは徐々に改善に向かい、2019年度の実質GDP成長率は前年比+0.8%、2018年度と同程度の伸びを維持すると予想する。

2020年度は東京五輪後に再び停滞

東京五輪後は、関連需要の落ち込みに加え、消費増税対策の効果も一巡し、景気を下押しする。さらに、住宅投資や設備投資の循環的な調整が続くことから、2020年度後半の日本経済は再び停滞すると見込まれる。そのため、2020年度の実質GDP成長率は前年比+0.4%まで減速、1%程度とされる潜在成長率を大きく下回り、物価の上昇はかなり抑制される。つまり、日本経済にとって正常化に向けた目標であるデフレ脱却は遠のくことになる。

2021年度は輸出と設備投資の牽引に期待

こうした動きが一時的なものにとどまるのか、長期化し景気後退に陥るのかどうかは、まず、個人消費の回復力と、輸出動向に左右されるだろう。個人消費については、引き続き労働需給が逼迫、賃金の上昇が続く中で、幸か不幸か物価上昇が抑制され消費者の購買力は低下を免れるため、底堅く推移することが期待される。

輸出の先行きについては、日米貿易交渉と海外経済の行方がカギを握る。日米貿易交渉は、フランスで開催されたG7(8/24-26)に際して行われた安部首相とトランプ大統領による日米首脳会談において、農産品の関税引き下げをTPPの範囲内にとどめる一方、米国の自動車

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	2021 予想
実質GDP	0.9	1.9	0.7	0.8	0.4	0.9
国内需要	0.1	1.5	0.8	0.9	0.0	0.8
民間需要	▲0.1	1.8	1.1	0.7	▲0.1	0.9
個人消費	0.0	1.0	0.5	0.8	0.6	0.5
住宅投資	6.3	▲0.7	▲4.4	▲1.5	▲5.5	▲2.2
設備投資	▲0.5	4.6	3.5	1.0	▲1.6	3.4
在庫投資(寄与度)	(▲0.2)	(0.1)	(0.1)	(▲0.1)	(▲0.0)	(▲0.1)
政府消費	0.7	0.4	0.9	1.3	0.5	0.6
公共投資	0.6	0.5	▲4.0	1.9	0.2	0.5
純輸出(寄与度)	(0.7)	(0.4)	(▲0.1)	(▲0.0)	(0.4)	(0.1)
輸出	3.6	6.5	1.5	▲0.9	3.1	0.8
輸入	▲0.9	4.0	2.1	▲0.7	0.8	0.4
名目GDP	0.7	2.0	0.5	1.6	1.1	1.3
鉱工業生産	0.8	2.9	0.2	▲0.7	1.5	1.8
失業率(%、平均)	3.0	2.7	2.4	2.3	2.1	2.0
経常収支(兆円)	21.7	22.2	19.2	18.5	22.0	24.9
消費者物価(除く生鮮)	▲0.2	0.7	0.8	1.0	1.1	0.6

(出所)内閣府ほか、予想部分は当研究所による。

関税（2.5%）の撤廃は見送られる方向で大筋合意された。懸案だった自動車に対する追加関税 25%や数量制限は回避される可能性が高まり、為替条項についても議論がなかったため、日本経済にとっては自動車輸出落ち込みや円高加速といった最悪のシナリオは回避されそうな流れとなった。ただ、あくまでも「大筋合意」であり、最終的な合意内容は、9 月後半の国連総会に合わせて実施が検討されている日米首脳会談の際にも確定する見通しである。引き続き、議論の行方を注視していく必要がある。

仮に日米貿易交渉の結果、日本の対米輸出に大きな制約が課せられなかったとすれば、世界経済が徐々に改善に向かうに伴い、輸出も拡大基調が定着する。そのことは、人手不足への対応ニーズも相まって、企業の設備投資への追い風となろう。2020 年から 2021 年にかけての世界経済は、米中貿易摩擦の更なる激化が回避されることを前提とすれば、大統領選を終えた米国経済が 2%程度とされる潜在成長率付近まで減速はすれど堅調な拡大を維持し、欧州経済は英国の EU 離脱（Brexit）による一時的な混乱から脱して再び成長ペースを速め、中国経済も貿易摩擦の影響が一巡し成熟化に伴う緩やかかつ制御可能な減速に落ち着くと見込まれる。

その場合、日本経済の 2021 年度の実質 GDP 成長率は、輸出と設備投資の牽引により前年比+0.9%程度にまで回復することも可能であろう。一方で、労働力の減少が続く中、2020 年度にかけては設備投資が抑制されるとすれば、2021 年度の潜在成長率は現在の 1%程度よりも低下している可能性が高い。すなわち、一旦緩んだ需給面からの物価上昇圧力は再び高まり、日本経済はデフレ脱却に向けた動きをようやく再開することになる。そのため、日銀が目標とする 2%の物価上昇は、2022 年度以降となろう。

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。