

# 日本経済情報 2019年10月号

## Summary

### 【内容】

日銀短観: 景況感は悪化も「景気良好下での減速」

個人消費: 高額商品で駆け込み需要を確認

輸出: 当面の景気下支え役として期待

設備投資: 先行指標の悪化などから当面は期待薄

7~9月期 GDP: プラス成長は維持するも大幅減速

消費者物価: 需給ギャップの縮小が懸念材料

景気の先行き: 当面は海外情勢頼みの状況

## 消費増税前の大幅減速によりデフレ懸念再来

9月調査の日銀短観では、製造業の景況感が悪化する一方で、非製造業は良好な状態を維持した。一部の業種を除けば「景気が悪い」というほどではなく、あくまでも「良好な状態での減速」という状況。

個人消費は、高額商品を中心に駆け込み需要で押し上げられたが、食品には軽減税率が適用されたため、その範囲は限定的であった。そのため、反動落ちも小さく、また、政府の対策が悪影響を相当緩和しよう。

それでも消費増税により個人消費の一時的な停滞は避けられず、輸出に当面の下支え役を期待せざるを得ない。輸出は9月まで持ち直しの動きが見られ、足元で落ち込んでいる米国向けも持ち直しが期待でき、当面の景気下支え役として期待できそうである。ただ、米中貿易摩擦が一段と悪化するなど海外情勢の行方次第では、その役割を果たし得ない。

また、設備投資は、先行指標を見る限り、景気を底上げするほどの力強さはなく、先行きを不透明にする要因が多いため、むしろ今後は盛り上がり欠ける状況が見込まれる。

こうした足元の状況を踏まえると、7~9月期の実質GDP成長率は概ね横ばいとどまった模様である。個人消費は駆け込み需要をサービスの反動落ちが相殺、設備投資や公共投資の増加は続く一方で、輸出の落ち込みも続くためである。

成長ペースの鈍化は、需給ギャップの縮小を通じて物価上昇圧力を低下させる。消費増税後は一旦、景気の停滞が避けられないため、需給ギャップがマイナスに転じる可能性もあろう。早期の潜在成長率を超える成長ペースへの回復が望まれるが、そのカギを握るのは輸出であり、当面は海外情勢頼みの状況が続くそうである。

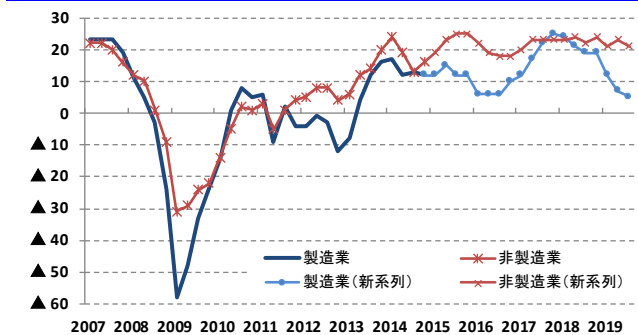
伊藤忠総研  
チーフエコノミスト  
武田淳  
(03-3497-3676)  
takeda-ats  
@itochu.co.jp

## 日銀短観：景況感は悪化も「景気良好下での減速」

10月初に発表された9月調査の日銀短観では、景気の代表的な指標である大企業製造業の業況判断DIが前回6月調査の+7から+5へ低下、2016年3月調査から9月調査にかけて記録した前回のボトム(+5)を下回り、景気の減速が鮮明となった。ただ、大企業非製造業の業況判断DIは+21と高水準を維持しており、景気の減速は専ら製造業に限ったものと言える。

大企業製造業のうち、特に悪化が目立つのは、石油・石炭製品(6月+12→9月▲18)と非鉄金属(0→▲18)である。ともに9月はマイナス、すなわち景気が悪いと考える企業の方が多くなっているが、中国経済の減速などを受けて製品市況が悪化していることが主因とみられる。また、窯業・土石製品(+24→+14)、はん用機械(+23→+15)、造船・重機等(+7→0)、生産用機械(+17→+11)なども比較的大きく低下した。住宅投資や設備投資の頭打ちを反映したものともみられ、機械分野については中国など海外での投資抑制も影響している模様である。

日銀短観業況判断DIの推移(大企業、良い-悪い、%Pt)



(出所)日本銀行

大企業非製造業については、建設(6月+39→9月+41)や不動産(+35→+40)、情報サービス(+35→+43)、対事業所サービス(+35→+45)が高水準の中でさらに上昇し景気の過熱ぶりを窺わせる一方、卸売(+17→+8)、電気・ガス(8→0)、宿泊・飲食サービス(+17→+9)などが比較的大きく低下した。それぞれ商品市況の悪化や、コスト上昇分の価格転嫁の遅れ、人手不足などが背景として考えられるが、電気・ガスを除けば依然としてプラスであり、景気が悪いわけではない。

以上の通り、日銀短観から見た9月時点の日本の景気は、市況の悪化や内外での投資抑制などを背景に製造業を中心に悪化しているものの、一部の業種を除けば「景気が悪い」というほどではなく、あくまでも「良好な状態での減速」という状況である。

## 個人消費：高額商品で駆け込み需要を確認

10月以降は、消費増税前の駆け込み需要の反動と、消費増税に伴う購入価格の上昇(購買力の低下)により、個人消費を中心に下押し圧力がかかることになる。ただ、駆け込み需要は業態によって異なるものの、全体で見ればさほど大きくないため、反動減も相応に小さいだろう。また、購買力の低下に対しては、政府の各種支援策が悪影響を相当程度緩和しそうである。

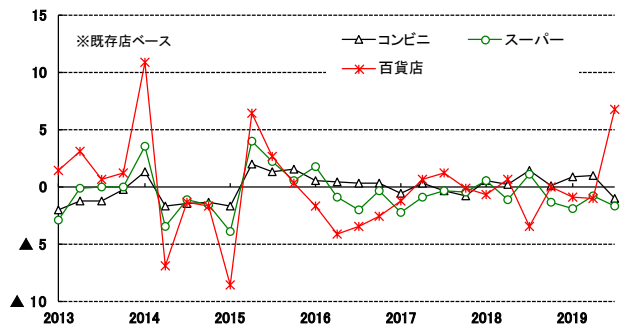
主な小売業態の売上動向から駆け込み需要の状況を確認すると、9月の百貨店売上高(店舗数調整済)は前年同月比+23.1%もの大幅増となった。宝飾品や化粧品を含む雑貨が+51.2%となったほか、家具や家電などの家庭用品は+30.7%、主力の衣料品も冬物や呉服などが押し上げて+19.2%となるなど、幅広い商品で駆け込み購入が見られた。

9月のスーパー売上高(既存店)は、前年同月比+2.8%と6か月ぶりのプラスを記録した。家電製品や雑貨などの住居関連品が+13.9%と好調、駆け込み需要による押し上げが確認された。ただ、衣料品は+0.8%と小幅増にとどまり、主力の食料品は軽減税率の対象となり増税されないため▲0.6%と

低調であった。

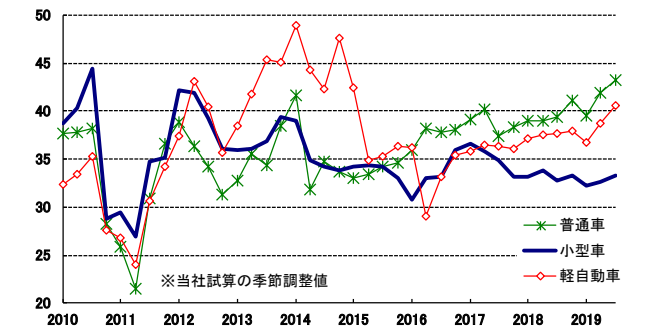
9月のコンビニ売上(既存店)は、前年同月比▲1.1%と2か月ぶりのマイナスに沈んだ。非食品売上が、前年のたばこ税増税に伴う駆け込み需要で盛り上がった反動により、消費増税前の駆け込み需要がかき消された形となった。さらに、スーパー同様、軽減税率の対象となる商品が多く、駆け込み需要は盛り上がらなかった。

**主な業態別の売上高の推移(前年同月比、%)**



(出所)各業界団体

**乗用車販売台数の推移(季節調整値、万台)**



(出所)自動車工業会

また、9月の乗用車販売台数は、前年同月比+13.6%まで伸びを高め、一見すると駆け込み需要が大きかった印象を受けるが、前年9月の水準が台風などの自然災害によって押し下げられた反動を多分に含んでいる面が大きい。当社試算の季節調整値で見ると9月は前月比+2.6%、8月と同じ伸びであり、加速感はない。7~9月期で見ても前期比+3.3%であり、4~6月期の+4.4%からやや減速している。それでも年初から力強く拡大していることは事実であり(右上図)、前回に比べれば緩やかながらも駆け込み需要が生じていたと判断すべきであろう。

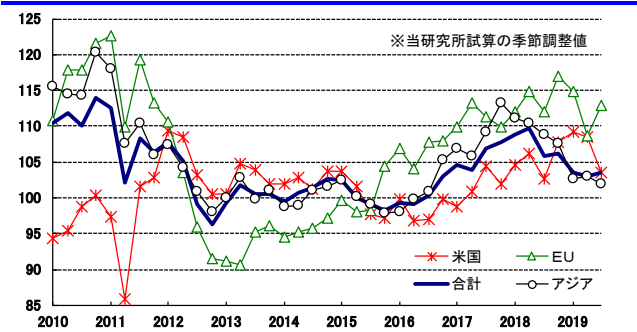
以上の通り、9月までの小売販売データでは、高額商品が中心の百貨店や乗用車では駆け込み需要が顕著に見られた一方で、当然ながら軽減税率の対象となる食料品には影響がなかったことが確認された。なお、百貨店の売上規模は年間6兆円程度、自動車販売額は18兆円程度であり、小売総額145兆円のそれぞれ4%、12%を占めるに過ぎない。さらに言えば、サービス分野も含めた個人消費全体300兆円との比較では、これら駆け込み需要が顕著な分野の合計は8%にとどまる。消費者市場全体に与える反動落ちのインパクトも、相応の規模ということである。

## 輸出：当面の景気下支え役として期待

反動落ちはさほど大きくないとはいえ、個人消費は一旦、足踏みを余儀なくされるため、10月以降の景気を支える役割は輸出と設備投資に依存せざるを得ない。

輸出は、9月まで持ち直しの動きが見られた。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月に前月比+5.2%と増勢を強め、8月、9月は減少したものの、7~9月期は前期比+0.5%と3四半期ぶりのプラスに転じた(右図、当社試算の季節調

**主な仕向地別の通関輸出数量指数(季節調整値、2015年=100)**



(出所)財務省

整値)。

ただ、仕向け地別に見ると、心許ない部分もある。主要地域のうち、7~9月期に前期比で増加したのはEU向け(前期比+3.9%)だけであり、米国向け(▲4.5%)は比較的大きな落ち込みを見せ、アジア向け(▲1.1%)は主に中国向け(▲2.6%)の落ち込みで2四半期ぶりの減少に転じている。なお、米国向けについては約3割を占める自動車やシェア6%の自動車部品の落ち込みが目立ち、中国向けは自動車部品(シェア5%)や非鉄金属(3%)の落ち込みが大きい。また、両国向けともIC(半導体)は大幅に増加しており、世界的に半導体需要の調整局面は概ね終了したとみてよさそうである。

10月以降の輸出を見通すと、米国向けは堅調な消費拡大が続く中で自動車需要が低迷する原因に乏しいことを踏まえると、持ち直しが期待できそうである。ただ、中国向けは、日系メーカーを除いて中国内の自動車販売が低迷、比較的大きなシェアを占める自動車部品には逆風となるほか、景気全体としても減速が続いていることから、当面は回復を見込み難い。米中通商協議に進展の動きが見られることは中国経済、ひいては日本の対中輸出に明るい材料であるが、その行方は予断を許さない。輸出好調な欧州においても、英国のEU離脱を巡る混乱の影響は懸念されるところであり、こうした外部要因の動向次第では、輸出が日本経済の下支え役となり得ないことには留意が必要である。

## 設備投資：先行指標の悪化などから当面は期待薄

一方の設備投資は、先行指標である機械受注(船舶・電力を除く民需)の動きを見る限り、多くを期待できない。足元の機械受注は、7月に前月比▲6.6%、8月も▲2.4%と減少が続き、7~8月を均した水準は4~6月期を2.2%下回っている。それでも、4~6月期は前期比+7.5%の高い伸びを記録したため、傾向としては横ばい程度と言えないわけではないが、少なくとも景気を底上げするほどの力強さはない。

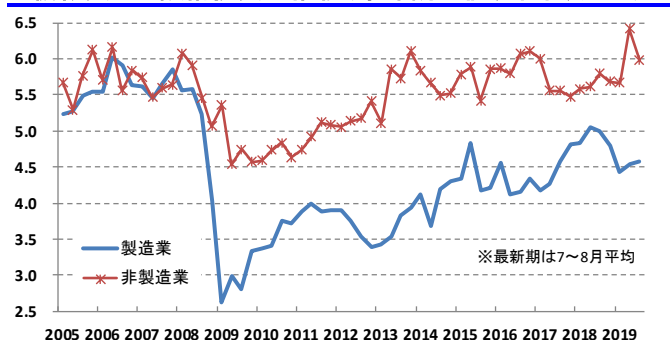
発注者の業種別に見ると、製造業からの受注は1~3月期にかけての大きな落ち込みに歯止めが掛かった程度であり、非製造業からの受注は4~6月期の大幅増から落ち込んでいる(上図)。今後を展望すると、人手不足を追い風に省力化・合理化を目的とする投資は堅調な拡大が見込まれるが、米中貿易摩擦など先行きを不透明にする要因が多いため、当面は様子見ムードの中で盛り上がり欠ける状況となろう。

## 7~9月期 GDP：プラス成長は維持するも大幅減速

こうした足元の状況を踏まえ、10月末までに公表された指標から試算すると、2019年7~9月期の実質GDP1次速報は前期比+0.0%(年率+0.2%)となり、4四半期連続のプラス成長とはいえ、概ね横ばいまで減速したとみられる。

主な需要の動きを見ると、消費増税前の駆け込み需要により耐久財が増加したものの、半耐久財は天候不順による季節商品の販売不振で伸び悩み、サービスも10連休効果の反動落ちで減少したため、

機械受注と設備投資の推移(季節調整値、年率、兆円)



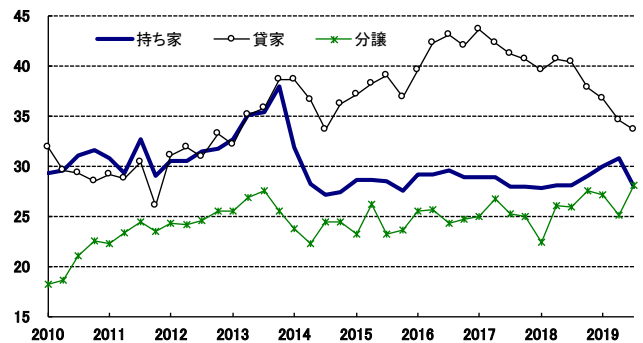
(出所)内閣府

個人消費全体では4～6月期の前期比+0.6%から+0.1%へ大幅に減速した模様である。

設備投資は前期比+0.7%と小幅ながら2四半期連続の増加、公共投資は今年度予算の執行本格化により3四半期連続となる前期比増加となったようであるが、輸出の減少で減殺された。輸出のうち財(モノ)は中国向け半導体関連分野の回復が続いたものの、先に見た通り米国向け自動車や中国向け自動車部品が落ち込み、伸び悩んだ。また、サービス輸出は韓国人旅行客の減少や海外生産の落ち込みを受けて旅行や知的財産権使用料の受取が減少した。

そのほか、住宅投資は、前期比で5四半期ぶりの減少(▲1.5%)に転じたとみられる。先行指標の住宅着工戸数(季節調整済・年率)は、1～3月期の前期比▲1.3%(年率94.2万戸)に続き、4～6月期▲2.6%(年率91.8万戸程度)、7～9月期も▲2.0%(年率89.9万戸)と減少している。貸家が7～9月期に5四半期連続となる減少を記録したほか、持ち家も駆け込み需要の反動により大幅減少(4～6月期+2.8%→7～9月期▲9.3%)に転じた。

**住宅着工戸数の推移(季節調整値、年率、万戸)**



(出所)国土交通省

## 実質GDP成長率の推移(QE予測)

	(前期比・%)											
	2017				2018				2019		予測	
	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	
<b>実質GDP</b>	<b>0.8</b>	<b>0.4</b>	<b>0.7</b>	<b>0.3</b>	<b>▲0.1</b>	<b>0.5</b>	<b>▲0.5</b>	<b>0.4</b>	<b>0.5</b>	<b>0.3</b>	<b>0.0</b>	
(年率換算)	3.4	1.8	2.9	1.3	▲0.6	1.9	▲1.9	1.8	2.2	1.3	0.2	
(前年同期比)	1.5	1.7	2.2	2.4	1.3	1.5	0.1	0.3	1.0	1.0	1.3	
<b>国内需要</b>	<b>0.8</b>	<b>0.7</b>	<b>0.2</b>	<b>0.4</b>	<b>▲0.2</b>	<b>0.5</b>	<b>▲0.3</b>	<b>0.8</b>	<b>0.1</b>	<b>0.6</b>	<b>0.3</b>	
<b>民間需要</b>	<b>0.9</b>	<b>0.8</b>	<b>0.4</b>	<b>0.5</b>	<b>▲0.3</b>	<b>0.7</b>	<b>▲0.4</b>	<b>1.0</b>	<b>0.1</b>	<b>0.4</b>	<b>0.2</b>	
民間最終消費支出	0.7	0.8	▲0.7	0.5	▲0.1	0.3	▲0.1	0.4	▲0.0	0.6	0.1	
民間住宅投資	0.1	1.9	▲1.7	▲3.2	▲2.6	▲1.8	0.8	1.3	0.8	0.1	▲1.5	
民間企業設備投資	1.3	1.1	1.6	0.8	0.6	3.0	▲2.8	3.0	▲0.2	0.2	0.7	
民間在庫品増加	(0.1)	(▲0.1)	(0.4)	(0.1)	(▲0.2)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(▲0.0)	(0.0)	
<b>公的需要</b>	<b>0.4</b>	<b>0.5</b>	<b>▲0.2</b>	<b>0.1</b>	<b>▲0.0</b>	<b>▲0.2</b>	<b>▲0.1</b>	<b>0.4</b>	<b>0.2</b>	<b>1.3</b>	<b>0.5</b>	
政府最終消費支出	0.3	▲0.1	0.3	0.1	0.3	0.1	0.3	0.7	▲0.1	1.2	0.1	
公的固定資本形成	0.4	2.7	▲2.2	0.2	▲0.9	▲1.4	▲1.8	▲1.2	1.5	1.8	2.2	
<b>財貨・サービスの純輸出</b>	<b>(0.1)</b>	<b>(▲0.3)</b>	<b>(0.5)</b>	<b>(0.0)</b>	<b>(0.1)</b>	<b>(▲0.1)</b>	<b>(▲0.2)</b>	<b>(▲0.3)</b>	<b>(0.4)</b>	<b>(▲0.3)</b>	<b>(▲0.2)</b>	
財貨・サービスの輸出	2.1	0.1	2.2	2.0	1.0	0.8	▲2.1	1.2	▲2.0	▲0.0	▲0.5	
財貨・サービスの輸入	1.6	1.7	▲1.0	2.6	0.6	0.8	▲1.2	3.6	▲4.3	1.7	0.8	
<b>名目GDP</b>	<b>0.5</b>	<b>0.6</b>	<b>1.1</b>	<b>0.2</b>	<b>▲0.1</b>	<b>0.2</b>	<b>▲0.5</b>	<b>0.4</b>	<b>1.0</b>	<b>0.3</b>	<b>0.0</b>	
(年率換算)	1.8	2.5	4.5	0.9	▲0.6	0.7	▲1.9	1.7	3.9	1.1	0.0	
(前年同期比)	0.6	1.4	2.3	2.4	1.8	1.4	▲0.3	▲0.0	1.1	1.3	1.6	
<b>デフレーター(前年同期比)</b>	<b>▲0.8</b>	<b>▲0.3</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>0.5</b>	<b>0.0</b>	<b>▲0.4</b>	<b>▲0.3</b>	<b>0.1</b>	<b>0.3</b>	<b>0.3</b>	

(出所)内閣府、予測は当研究所による

## 消費者物価：需給ギャップの縮小が懸念材料

成長ペースの鈍化は、物価上昇圧力を低下させ、デフレからの完全な脱却を遅らせる。消費者物価上昇率は、総合で9月に前年同月比+0.2%まで鈍化、生鮮食品を除いた総合(コア)でも+0.3%まで

鈍化した。四半期の数字で見ても、総合で4～6月期の前年同期比+0.8%から7～9月期は+0.3%へ、コアでも+0.8%から+0.5%へ鈍化している。この時点での主因はエネルギー価格の下落であり、生鮮食品とエネルギーを除いた総合（コアコア）では+0.5%から逆に+0.6%へ伸びを高めている。

しかしながら、物価上昇圧力の根源となる需給ギャップ（需要－供給力）は、内閣府の試算で4～6月期にGDP比+0.4%に過ぎず、仮に7～9月期の成長率が予想通り前期比横ばい程度にとどまると、需給ギャップはGDP比で+0.2%まで縮小、消費増税後の10～12月期にマイナス成長に転じれば、需給ギャップもマイナスに転じる可能性がある。

需給ギャップがマイナスの状態が続くと、次第に物価の下落圧力が強まり、いずれ物価上昇率がマイナスに転じデフレに後戻りすることになる。消費増税後の景気停滞を早期に脱出し、年率1%程度とされる潜在成長率を超える拡大ペースを取り戻せるかどうか、デフレからの完全な脱却を目指す日本経済にとって重要な課題だと言える。

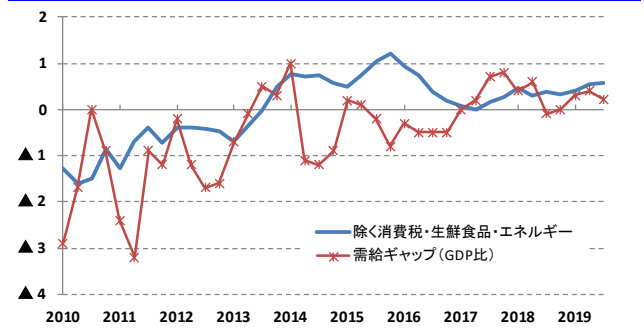
## 景気の先行き：当面は海外情勢頼みの状況

以上を踏まえて、改めて今後の日本経済を展望すると、消費増税後の個人消費は、駆け込み需要の反動落ちが小さく、天候要因で落ち込んだ反動も見込まれるため、増税による下押しを見込んで大幅な落ち込みは避けられる見込みである。ただし、消費増税の影響を受けて少なくとも年内は停滞が避けられない。その間、先行き不透明感から設備投資にも大きな期待はできず、公共投資も昨年度補正予算による対策効果も一巡が見込まれるため、輸出にのみ景気の下支え役を頼る状況になろう。そのため、海外景気を左右する米中貿易摩擦や英国 EU 離脱の行方や影響が日本の景気にとって引き続き重要な要素となる。

ただ、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。春以降、東京五輪終了までの日本経済は、潜在成長率を超える拡大ペースを目指して徐々に改善に向かうと予想する。

次の試練は、消費増税対策の効果が切れ、東京五輪が終わった後の2020年秋となる。継続する米中貿易協議の結果次第では、更なる景気の下押し要因が加わるため、その行方も要注意である。

消費者物価と需給ギャップの推移(前年同期比、GDP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。