

# 日本経済情報 2019年11月号

## Summary

### 【内容】

駆け込み需要は予想通り小規模、景気は消費増税前に停滞

7～9月期の個人消費は駆け込み需要とサービスが下支え

10月の小売販売は反動落ちと悪天候で低迷

設備投資の先行指標は改善予想ながら楽観は禁物

10月の輸出は欧米中心に落ち込み

景気は個人消費の復調と公共投資拡大により持ち直しへ

### 日本経済改定見通し～停滞打破のため補正予算を編成

2019年7～9月期の実質GDP成長率は前期比で概ね横ばいにとどまり、景気は既に増税前に停滞していたことが確認された。駆け込み需要は予想通り小規模ながら個人消費を押し上げ、内需は総じて底堅かったが、輸出の減少と在庫投資の抑制が成長を押し下げた。

7～9月期の個人消費は、駆け込み需要に加え、サービス消費の底堅さに支えられ、当社の予想以上の拡大となった。10月の小売販売は、コンビニが堅調、スーパーは小幅減、百貨店や自動車販売は大幅減。軽減税率が適用された食品の割合や駆け込み需要の大小、悪天候の影響によって明暗が分かれた。10月は特に悪天候の影響が想定外に大きく、小売ないしは個人消費の基調判断には11月の数字を待つ必要があるだろう。

設備投資は先行指標が当面の停滞を示唆。先行きは改善予想ながら、米中摩擦など足元では不透明感が残っており、循環的にもピークアウトの可能性を否定できないため、慎重な見方を維持した方が良いだろう。

輸出は10月に欧米向けを中心に減少、停滞を脱する兆しは見られず。そうした中、政府は景気対策の検討を開始、現時点では3兆円程度の公共事業積み増しを想定。年明け後には個人消費や輸出が持ち直し、補正予算の執行に伴い公共投資も拡大が見込まれることから、日本経済は東京五輪までは緩やかな拡大傾向を続ける見通し。

日本経済の推移と予測(年度)

前年比,%,%Pt	2017 実績	2018 実績	2019 予想	2020 予想	2021 予想
実質GDP	1.9	0.7	0.8	0.5	0.9
国内需要	1.5	0.8	1.0	0.1	0.8
民間需要	1.8	1.1	0.6	▲0.1	0.8
個人消費	1.0	0.4	0.7	0.7	0.5
住宅投資	▲0.7	▲4.3	1.8	▲5.7	▲3.0
設備投資	4.6	3.5	0.9	▲1.5	3.4
在庫投資(寄与度)	(0.1)	(0.1)	(▲0.1)	(▲0.0)	(▲0.1)
政府消費	0.4	0.9	2.0	0.7	0.6
公共投資	0.5	▲4.0	3.3	1.7	1.5
純輸出(寄与度)	(0.4)	(▲0.1)	(▲0.2)	(0.3)	(0.1)
輸出	6.5	1.6	▲1.1	2.9	0.8
輸入	4.0	2.2	0.3	1.0	0.4
名目GDP	2.0	0.5	1.5	1.1	1.3

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

## 駆け込み需要は予想通り小規模、景気は消費増税前に停滞

消費増税直前の四半期となった2019年7～9月期の実質GDP成長率は、前期比+0.1%（年率+0.2%）と極めて小幅なプラスにとどまった。年率1%程度とされる潜在成長率を大きく下回ったという意味で、景気は増税前に既に停滞していたことが確認された。

主な需要別に内訳を見ると、個人消費は増税前の駆け込み需要もあって小幅減速にとどまり（4～6月期前期比+0.6%→7～9月期+0.4%、詳細後述）、民間企業の設備投資は増勢を維持（+0.7%→+0.9%）、住宅投資も前期比プラスとなり（+0.5%→+1.4%）、国内民間最終需要<sup>1</sup>は総じて堅調であった（+0.6%→+0.5%）。また、公共投資（+2.1%→+0.8%）、政府消費（+1.2%→+0.5%）とも伸びこそ鈍化したものの拡大を継続、公的需要を含めた国内最終需要は底堅かった（+0.8%→+0.5%）。

したがって、成長を押し下げたのは海外需要と民間在庫投資ということになる。輸出はインバウンドなどサービス分野の落ち込みによりマイナスに転じ（4～6月期前期比+0.5%→7～9月期▲0.7%）、輸入は駆け込み需要への対応が続き増加を維持したため（+2.1%→+0.2%）、輸出から輸入を差し引いた純輸出（海外需要）はGDP成長率を大きく押し下げた（GDPに対する寄与度▲0.3%Pt→▲0.2%Pt）。また、民間在庫も、原材料在庫の減少が続き仕掛品在庫は抑制、製品在庫が減少に転じたほか、流通品在庫も抑制された。消費増税後の景気停滞に備えた在庫抑制の動きが成長を押し下げた模様である（寄与度▲0.1%Pt→▲0.3%Pt）。

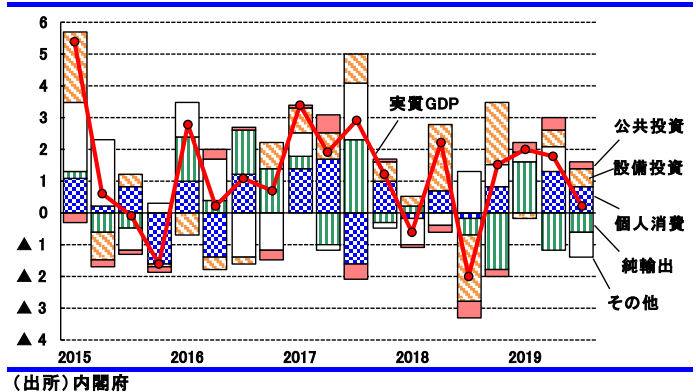
## 7～9月期の個人消費は駆け込み需要とサービスが下支え

個人消費が予想以上に底堅かった主因は、天候不順の影響を大きく受けたにもかかわらず、衣料品などの半耐久財が増勢を強めたこと（4～6月期前期比0.1%→7～9月期+1.7%）と、サービスにおいて最大10連休となったゴールデンウィークの反動減が思いのほか小さかったこと（+0.3%→▲0.1%）である。なお、半耐久財は9月に入って本格化した駆け込み需要で押し上げられたとみられる。耐久消費財は、自動車や家電製品などでの駆け込み需要により堅調な拡大が続いた（+4.6%→+3.2%）。

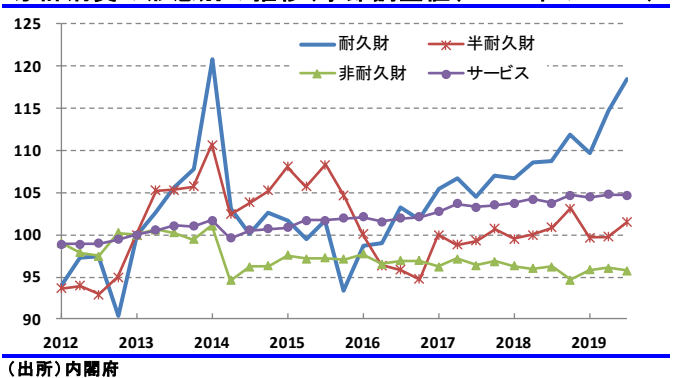
## 10月の小売販売は反動落ちと悪天候で低迷

消費増税後となる10月の小売動向は、業態によって様子が大きく異なった。コンビニ売上高（既存店）は、9月の前年同月比▲1.1%から10月は+1.8%へ改善した。軽減税率の導入によって全体の約

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)



<sup>1</sup> 「最終需要」とは、在庫変動に相当する分を除いた需要で、より実態に近い動きを示すものとされる。

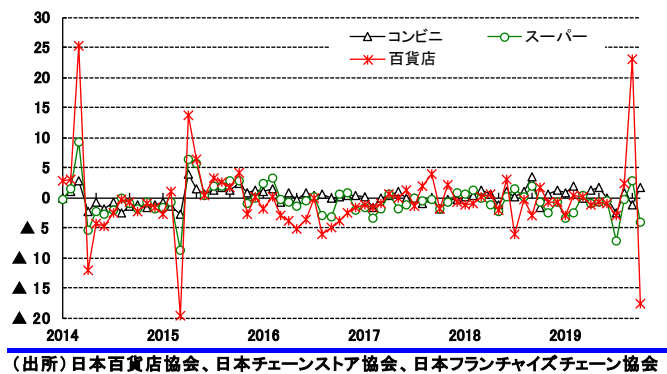
3分の2を占める食料品への影響が限定的であったことに加え、政府のキャッシュレス決済支援策などの効果が10月の販売を押し上げた模様である。

同じく食料品の割合が全体の3分の2を占めるスーパーの売上高（既存店）は、9月の前年同月比+2.8%から10月は▲4.1%へ落ち込んだ。駆け込み需要の反動により衣料品（9月前年同月比+0.8%→10月▲15.1%）や日用雑貨（+9.6%→▲7.5%）、家電製品（+24.5%→▲10.5%）が大幅減に転じたことが主因である。駆け込み需要の大きさがコンビニと明暗を分けた。ただ、食料品（▲0.6%→▲1.3%）も主に価格低下によりマイナス幅が拡大しており、生鮮品の相場下落も影響した。

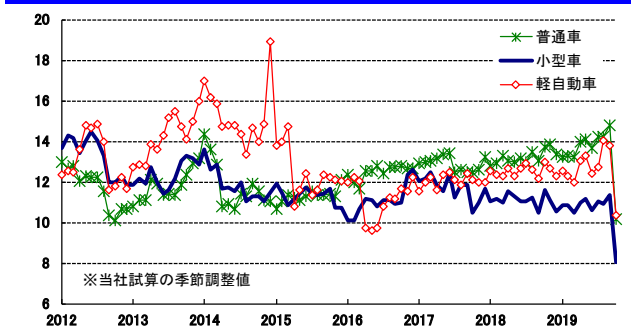
百貨店売上高（店舗数調整済）は、9月の前年同月比+23.1%から10月は▲17.5%へ大きく落ち込んだ。主力の衣料品（9月前年同月比+19.2%→10月▲21.4%）のほか、化粧品やアクセサリなどの雑貨（+51.2%→▲24.3%）、家具・家電製品などの家庭用品（+30.7%→▲19.9%）だけでなく、食料品（+1.5%→▲5.1%）も不振だった。駆け込み需要の反動に加え、台風19号の上陸を受けた臨時休業など悪天候の影響が大きかったようである。

自動車販売も大きく落ち込んだ。乗用車販売台数は9月の前年同月比+13.6%から10月は▲25.1%と大幅なマイナスになった。当社試算の季節調整値でも9月の年率479.0万台から10月は342.2万台へ28.6%も減少した。駆け込み需要が確認された普通車（10月前月比▲31.3%）や軽自動車（▲25.1%）だけでなく、増税前に盛り上がりが見られなかった小型車（▲29.2%）も同程度の落ち込みを見せており、反動落ちよりも台風など悪天候の影響が大きかった可能性がある。

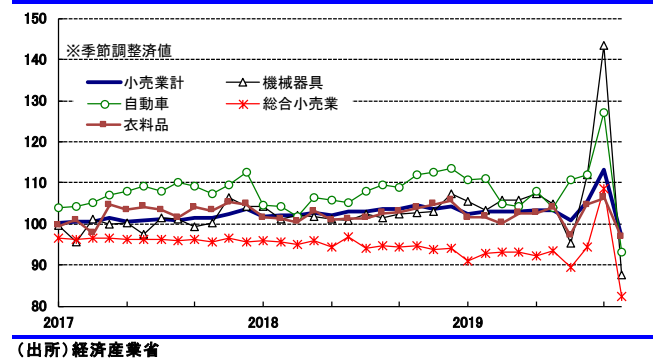
業態別小売販売動向（既存店、前年同月比、%）



乗用車販売台数の推移（季節調整値、万台）



小売販売額の推移（季節調整値、2015年=100）



こうした状況を反映して、小売業全体の販売動向を示す小売販売額指数は、9月の前年同月比+14.1%から10月は▲13.2%へ落ち込んだ（消費税含むベース）。季節調整済の前月比では、8月に前月比+4.6%と比較的大きなプラスとなり、9月は+7.2%と増勢を強め駆け込み需要が本格化したことを示した。そして、増税後の10月は▲14.4%と2か月分の増加を上回る落ち込みを記録している。業態別に10月の前年同月比を見ると、駆け込み需要が大きかったとみられる百貨店などの「総合小売業」

が▲13.2%、「自動車」が▲17.0%、家電量販店などの「機械器具」が▲15.0%と落ち込みが目立った。また、ガソリンなどの「燃料」も▲13.0%と大幅に落ち込んでおり、行楽シーズンながら台風により外出が控えられた可能性を示唆した。

以上の物販動向から見る限り、10月の個人消費は、駆け込み需要の反動だけでなく、悪天候の影響が加わったことで、予想以上に悪化したと言える。個人消費が消費増税の影響を乗り越えて持ち直していくかどうかは、11月以降の動向を見極める必要がある。

## 設備投資の先行指標は改善予想ながら楽観は禁物

もう一つの内需の柱である設備投資は、先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）が7～9月期に前期比▲3.5%と再び減少に転じ、当面の停滞を示唆した。製造業からの受注（前期比▲0.9%）が若干落ち込んだほか、前期比大きく伸びた非製造業からの受注（▲7.3%）が反動もあり比較的大きく減少した。

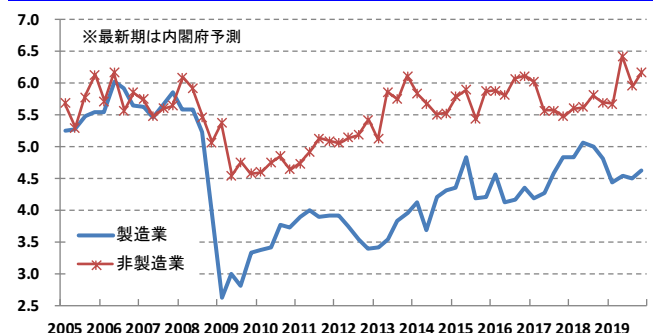
内閣府が予想した10～12月期の機械受注は、製造業（前期比+2.8%）、非製造業（+3.7%）とも反転増加し、全体でも3.5%の増加が見込まれている。しかしながら、最大の不透明要因である米中貿易摩擦の行方は依然として見通し難く、少なくとも年末頃までは積極的な設備投資の発注は控えられるとみられ、実績がこの予想を下回る可能性は十分にありう。

実際の需要動向についても、人手不足を背景に省力化・自動化への対応を迫られる企業は多い一方で、設備投資の拡大期間は3年目に入っており循環的にはいつピークアウトしてもおかしくない状況にある。右図の通り、生産設備の規模（資本ストック）と設備投資の実行額との関係は、ある加工を施すと、企業が前提とする将来の成長率（期待成長率）に影響を受けながら円を描くことで知られているが（ストック循環図）、この関係に基づく2019年7～9月期の設備投資額は、期待成長率2%を前提とした水準まで拡大している。各種調査における日本経済の中長期的な成長率の見通しがせいぜい1%であることに照らせば、現在の設備投資の水準は高過ぎるということになる。そうした点も踏まえると、設備投資の先行きについては、慎重な見方を維持した方が良さだろう。

## 10月の輸出は欧米中心に落ち込み

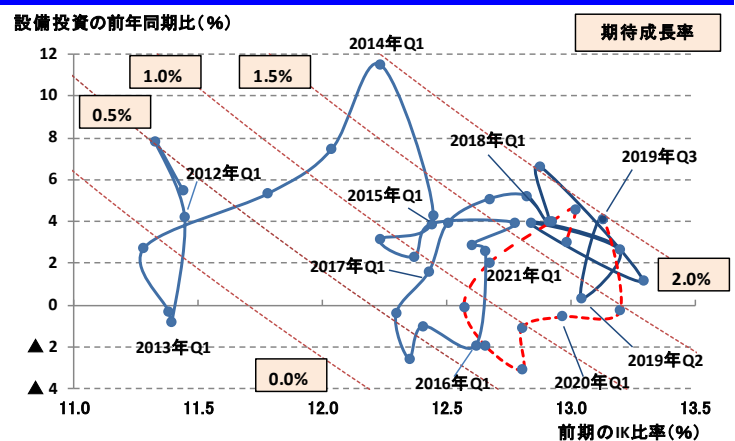
消費増税の影響や先行きに対する懸念によって、個人消費や設備投資に景気牽引役を期待できない中

機械受注の推移(季節調整値、年率、兆円)



(出所)内閣府

民間企業資本ストック循環図



(出所)内閣府公表資料を基に伊藤忠総研にて試算

で、当面の景気下支え役として輸出に期待がかかるところであるが、10月の輸出動向は芳しくない。

全体の約8割を占めるモノ<sup>2</sup>の輸出動向を示す通関輸出数量指数は、7～9月期に3四半期ぶりの前期比プラス(0.8%)に転じたが、10月の水準はその7～9月期を1.6%下回った(当社試算の季節調整値)。仕向け地別に見ると、アジア向けは中国向けの持ち直しにより下げ止まったが(10月の7～9月期比+0.2%)、米国向けの減少(▲2.9%)が続き、EU向けも減少(▲3.4%)に転じた。

米国向けについては、全体の4割近くを占める自動車(含む部品)の減少が続いたことが影響した。

一方で、中国向けも自動車(完成車)の減少が続いたものの、自動車部品は下げ止まり、半導体(IC)が回復傾向を維持したことが全体を押し上げた。

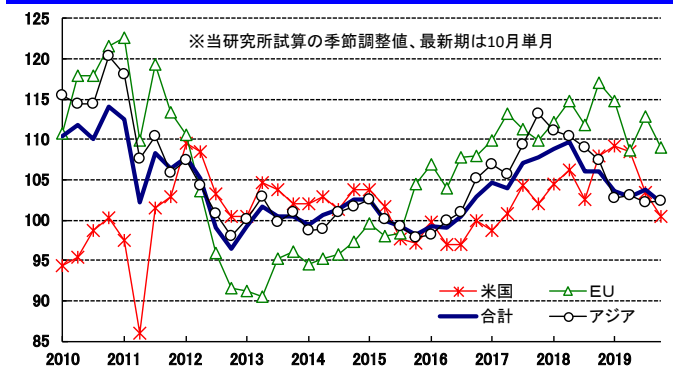
輸出の実績は毎月の変動が大きく、台風被害を受けた生産や物流面での悪影響もあったとみられるため、必ずしも10月の落ち込みが輸出の基調を示しているわけではないが、今のところ輸出に回復の兆しが見られないことは、日本経済にとって大きな懸念材料である。

## 景気は個人消費の復調と公共投資拡大により持ち直しへ

こうした状況を受けて、政府は景気下支えを視野に入れた補正予算編成の検討に入った。報道によると、与党からは予算規模10兆円を求める声もあるようだが、景気の停滞により今年度の税収は下振れする可能性が高く、財源確保のハードルは高い。そのため、現時点では、今年度補正予算で災害復旧費を合わせた公共事業関連費を国で2兆円、地方自治体で合計1兆円の総額3兆円程度積み増されると想定するのが現実的であろう。その場合、公共投資は、2019年10～12月期こそ今年度予算執行の息切れにより一旦落ち込むものの、1～3月期には下げ止まり、2020年度入り後には再び景気を押し上げると見込まれる。

以上を踏まえて、改めて今後の日本経済を展望すると、10～12月期については、個人消費が停滞、設備投資も伸び悩み、住宅投資も既に着工が減少に転じていることから落ち込みは避けられず、輸出がラグビーW杯効果もあって持ち直すとしても、全体では前期比でマイナス成長になる見通しである。ただ、2020年に入ると、個人消費が徐々に持ち直す中で、上記の通り公共投資は拡大に転

主な仕向け地別の通関輸出数量指数(季節調整値、2015年=100)



(出所)財務省

日本経済の推移と予測(年度)

前年比, %, %Pt	2017 実績	2018 実績	2019 予想	2020 予想	2021 予想
実質GDP	1.9	0.7	0.8	0.5	0.9
国内需要	1.5	0.8	1.0	0.1	0.8
民間需要	1.8	1.1	0.6	▲0.1	0.8
個人消費	1.0	0.4	0.7	0.7	0.5
住宅投資	▲0.7	▲4.3	1.8	▲5.7	▲3.0
設備投資	4.6	3.5	0.9	▲1.5	3.4
在庫投資(寄与度)	(0.1)	(0.1)	(▲0.1)	(▲0.0)	(▲0.1)
政府消費	0.4	0.9	2.0	0.7	0.6
公共投資	0.5	▲4.0	3.3	1.7	1.5
純輸出(寄与度)	(0.4)	(▲0.1)	(▲0.2)	(0.3)	(0.1)
輸出	6.5	1.6	▲1.1	2.9	0.8
輸入	4.0	2.2	0.3	1.0	0.4
名目GDP	2.0	0.5	1.5	1.1	1.3
鉱工業生産	2.9	0.2	▲1.5	2.0	2.1
失業率(%、平均)	2.7	2.4	2.3	2.1	2.0
経常収支(兆円)	22.2	19.2	18.0	20.8	23.8
消費者物価(除く生鮮)	0.7	0.8	1.0	1.0	0.6

(出所)内閣府ほか、予想部分は当研究所による。

<sup>2</sup> 統計上は「財」と表記され、残り2割はサービス。

じ、米中摩擦の一服<sup>3</sup>を受けた世界経済の復調を背景に輸出も増勢を取り戻すと見込まれる。夏の東京五輪までは、関連需要の盛り上がりも期待できるため、日本経済は緩やかな拡大が続こう。

2020年秋以降は、東京五輪関連需要の一巡に加え、消費増税対策の効果が切れるため、景気は再び停滞感を強めよう。また、2020年春にも再開される日米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恐れもある。一方で、海外景気は改善に向かい、輸出の拡大が日本経済の追い風となろう。さらに、政府はマイナंबरを活用した景気刺激策を検討するなど対応を始めている。2020年度後半の日本経済も、現在と同様、マイナス要因とプラス要因が均衡する方向感の見極めにくい状況が予想される。

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。

<sup>3</sup> 当社では、米中貿易摩擦は12月前半にも第1弾の合意に至り、関税引き上げ合戦にはひとまず終止符が打たれると想定している。