

日本経済情報 2019年12月号

Summary

【内容】

政府は景気の現状を下方修正も拡大評価を維持

製造業で景況感の悪化が顕著

輸出は欧米向けが減少、中国向けは復調

設備投資の先行指標は当面の軟調を示唆

小売販売は持ち直すも回復までは道半ば

政府は大規模経済対策を決定

2020年度後半の停滞懸念を拭えず

日本経済改定見通し～2020年後半の停滞懸念を払拭できず

政府は12月の月例経済報告で、景気の現状を下方修正し「輸出が引き続き弱含むなかで、製造業を中心に弱さが一段と増している」とした。

実際に、輸出は欧米向けを中心に落ち込み、設備投資は先行指標が先行きの停滞を示唆、日銀短観では製造業の景況感悪化が確認されている。

また、消費増税後の個人消費は、小売販売で駆け込み需要の反動落ちが弱まり持ち直す動きがみられるものの、11月時点では回復まで道半ばの状況にある。

こうした足元の景気動向に加え、海外情勢は米中摩擦が一時休止したとしても未だ不透明感を残しているため、政府は財政支出13兆円規模の経済対策を決定した。

その効果により2020年に入ると公共投資の再拡大が期待されるほか、海外景気の持ち直しにより輸出が増加に転じ、個人消費も消費増税の悪影響一巡などから復調し、日本経済は緩やかな拡大傾向を取り戻すとみられる。しなしながら、東京五輪後は関連需要の落ち込みや消費増税対策の剥落に加え、米中景気の減速などから輸出が再び落ち込む恐れがあり、景気の停滞懸念は払拭できず。

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	0.3	1.0	0.9	0.7
国内需要	1.5	0.4	1.3	0.6	0.6
民間需要	1.8	0.2	0.9	0.6	0.7
個人消費	1.1	0.1	0.6	0.7	0.5
住宅投資	▲1.4	▲4.9	2.6	▲5.1	▲3.0
設備投資	4.3	1.7	1.9	1.5	1.6
在庫投資(寄与度)	(0.2)	(0.0)	(▲0.0)	(0.0)	(0.0)
政府消費	0.3	0.9	2.2	0.6	0.6
公共投資	0.5	0.6	2.1	0.5	0.1
純輸出(寄与度)	(0.4)	(▲0.1)	(▲0.2)	(0.2)	(0.1)
輸出	6.5	1.6	▲1.1	3.0	0.8
輸入	3.9	2.2	0.1	1.6	0.4
名目GDP	2.0	0.1	1.4	1.2	1.2

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

政府は景気の現状を下方修正も拡大評価を維持

政府の景気判断を示す「月例経済報告」は、12月に景気の現状を前月より下方修正し、「輸出が引き続き弱含むなかで、製造業を中心に弱さが一段と増しているものの、緩やかに回復している」とした。つまり、景気は工業生産の落ち込みが示す通り製造業を中心に一段と減速しているが、拡大は続いている、と評価していることになる。なお、消費増税の影響が懸念されている個人消費については、落ち込みを一時的として「持ち直している」という評価を据え置いている。

政府の景気判断の変化(2019年11月→12月)

	2019年11月	2019年12月	方向
景気	輸出を中心に弱さが長引いているものの、緩やかに回復している	輸出が引き続き弱含むなかで、製造業を中心に弱さが一段と増しているものの、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	機械投資に弱さもみられるが、緩やかな増加傾向にある	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	一段と弱含んでいる	↓
企業収益	高い水準にあるものの、製造業を中心に弱含んでいる	高い水準にあるものの、製造業を中心に弱含んでいる	→
企業の業況判断	製造業を中心に引き続き慎重さがみられる	製造業を中心に引き続き慎重さがみられる	→
雇用情勢	改善している	改善している	→
消費者物価	このところ上昇テンポが鈍化している	このところ上昇テンポが鈍化している	→

(出所)内閣府

製造業で景況感の悪化が顕著

製造業における景気の悪化は、日銀短観の業況判断DIで確認できる。大企業製造業の業況判断DI(良い-悪い)は、最新の12月調査で前回9月の+5からゼロへ悪化、景気が横ばいまで減速していることを示した。悪化が目立つのは、消費増税で国内販売が落ち込んでいる自動車(9月+2→12月▲11)のほか、はん用機械(+15→+9)、生産用機械(+11→+4)、業務用機械(+16→0)といった設備投資関連や、建設資材に關係の深い窯業・土石製品(+14→+3)、鉄鋼(+7→▲2)である。設備投資は米中貿易摩擦の影響などによって内外企業が様子見姿勢を強めたことによるものとみられ、建設資材については公共投資が予算進捗の一巡により減少に転じている可能性が考えられる。

一方で、大企業非製造業では前回の+21から+20への小幅な悪化にとどまり、かつ、高水準を維持しており、景気は良好さを保っていることが確認された。各業種ともさほど大きな変化は見られないが、小売(+4→▲3)が唯一のマイナスに転じており、消費増税の影響が垣間見られた。

輸出は欧米向けが減少、中国向けは復調

月例経済報告で製造業の景気悪化の主因とされた輸出動向は、貿易統計(通関統計)から足元の低迷

業況判断DIの推移(大企業、%Pt)



(出所)日本銀行

ぶりが確認できる。全体の約8割を占めるモノ¹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に転じたが、10～11月の水準は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反発したが（10～11月の7～9月期比+1.9%）、米国向けは7～9月期に続いて大幅に減少（▲4.5%）、EU向けも減少（▲4.0%）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）が10月に続いて11月も落ち込み、減少傾向に歯止めが掛かっている。一方で、中国向けは自動車（完成車）が下げ止まり、自動車部品は大きく反発、半導体（IC）が回復傾向を維持しており、底入れ感が全体に広がっている。

設備投資の先行指標は当面の軟調を示唆

日銀短観で製造業の景況感が悪化した一因とみられる設備投資については、先行指標が先行きの悪化を示唆した。設備投資の代表的な先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）は、7～9月期に前期比▲3.5%と減少に転じたが、内閣府は10～12月期に+3.5%と回復を見込んでいた。ところが、その最初の月となる10月の実績は前月比▲6.0%の大幅減となり、10月の水準は7～9月期を8.6%も下回る厳しいスタートとなった。

業種別に見ると、下げ止まりの兆しを見せていた製造業からの受注は、10月の水準が7～9月期を5.3%下回り期待を裏切る結果となった。また、非製造業からの受注は10月に7～9月期を6.5%も下回り、これまでの増加傾向維持という評価が心許なくなっている。

一方で、12月調査の日銀短観で示された2019年度の設備投資計画（含む土地投資額）は前年比+3.3%と増加を維持、前回9月調査（+2.4%）から上方修正される²など、企業の投資意欲に目立った冷え込みは見られない。ただ、今回の上方修正幅は過去2年と比べると小さいことを踏まえると、当面、大きな期待はできないことであろう。

小売販売は持ち直すも回復までは道半ば

月例経済報告において「持ち直している」と評価された個人消費の動向を、主要な小売業態の販売動向で確認すると、消費増税前の駆け込み需要が顕著だった百貨店売上（店舗数調整済）は、9月の前年同月比+23.1%から10月▲17.5%、11月▲6.0%と改善が見られ、確かに持ち直している。主力の衣料品（9月前年同月比+19.2%→10月▲21.4%→11月▲8.6%）は気温が下がらず苦戦したが、化

輸出数量指数の推移(季節調整値、2015年=100)



(出所)財務省

機械受注の推移(季節調整値、年率、兆円)



(出所)内閣府

¹ 統計上は「財」と表記され、残り2割はサービス。

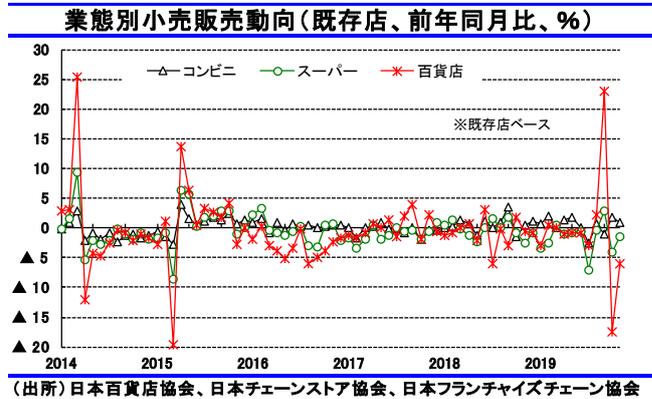
² 日銀短観設備投資計画の詳細については、2019年12月13日付 Economic Monitor「日銀短観12月調査：悪化する製造業と好調な非製造業の対比が鮮明に」参照。

<https://www.itochu-research.com/ia/report/2019/1781/>

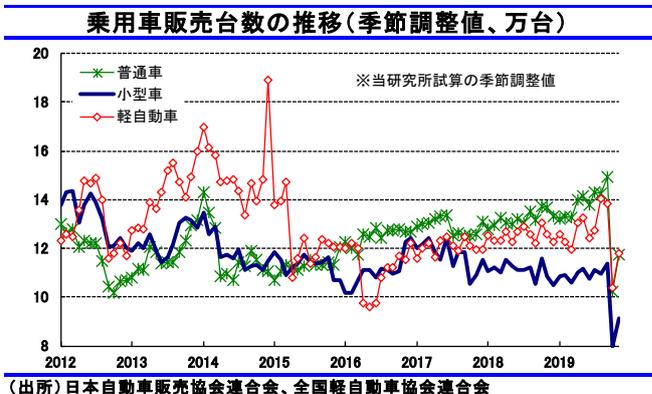
化粧品やアクセサリなどの雑貨（+51.2%→▲24.3%→▲10.3%）、家具・家電製品などの家庭用品（+30.7%→▲19.9%→▲0.3%）の落ち込みは増税前の盛り上がりの範囲内に収まり順調な回復を見せたほか、台風19号の上陸を受けた臨時休業など悪天候の影響で落ち込んでいた食料品（+1.5%→▲5.1%→▲0.6%）も概ね前年並みへ回復した。

コンビニ売上高（既存店）は、主力の食料品が軽減税率の対象となり消費増税の影響が小さかったため、9月の前年同月比▲1.1%から10月+1.8%、11月+1.0%とプラスを維持した。全体の4割弱を占める弁当やカウンター商材などの日配食品が堅調、政府のキャッシュレス決済支援策の効果も追い風となった模様である。

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）も、9月の前年同月比+2.8%から10月▲4.1%、11月▲1.4%とやや持ち直した。ただ、駆け込み需要が見られた衣料品（9月前年同月比+0.8%→10月▲15.1%→11月▲7.9%）や日用雑貨（+9.6%→▲7.5%→▲3.1%）、家電製品（+24.5%→▲10.5%→▲6.6%）とも落ち込み幅は概ね半減にとどまり、未だ回復途上である。基本的に消費増税に中立ながら価格低下によりマイナス幅が拡大していた食料品（▲0.6%→▲1.3%→▲0.3%）も持ち直した。



自動車販売は回復が遅れている。乗用車販売台数は9月の前年同月比+13.6%から10月▲25.1%、11月▲11.6%と持ち直してはいるが、水準は十分に回っていない。当社試算の季節調整値で見れば、9月の年率482.4万台から10月に343.1万台へ落ち込み、11月は391.5万台へ戻しているが、2018年度通年の販売台数436.4万台に遠く及ばず、未だ回復途上である。



車種別では、軽自動車が11月に年率141.3万台と2018年度の水準（148.6万台）へあと7万台程度（約5%）まで戻し比較的回復が明確な一方で、普通車は140.7万台（2018年度158.0万台）にとどまり約11%の未達、小型車に至っては109.5万台（129.8万台）と15.6%も下回っている³。10月の販売減には台風など悪天候の影響が大きかったという指摘があっただけに、11月に目立った反発が見られないのは自動車販売において消費増税の影響が大きかった可能性を示唆するものと言える。そもそも、消費増税前の販売は比較的堅調に推移、直前数ヶ月は明確な盛り上がりが見られており、その中には駆け込み需要が相当程度含まれていたということであろう。

³ 小型車の販売台数減は、上位を占めるトヨタ・カローラ（2019年上半期実績は43,836台で6位）が9月のモデルチェンジによって小型車から普通車に変更となった影響も大きいとみられる。

政府は大規模経済対策を決定

こうした消費増税後の状況や、まだ残る海外発のリスクに対して、政府は景気の拡大を確実なものにするため、「安心と成長の未来を拓く総合経済対策」を12月5日に閣議決定した。その事業規模は26兆円にも上るが、財政支出の規模は2020年度末までの15ヵ月で13.2兆円であり、さらに政府資金の提供（財政投融资）によるものを除いた純粋な政府の歳出は9.4兆円となる。うち国の予算は7.6兆円で、5兆円余りが今年度内に、残りは来年度に実施される予定である。

「安心と成長の未来を拓く総合経済対策」の規模

	事業規模	財政支出	
		国・地方歳出	
災害からの復旧・復興と安全・安心の確保	7.0兆円程度	5.8兆円程度	5.4兆円程度
経済の下振れリスクを乗り越えようとする者への重点支援	7.3兆円程度	3.1兆円程度	2.4兆円程度
未来への投資と東京オリンピック・パラリンピック後も見据えた経済活力の維持・向上	11.7兆円程度	4.3兆円程度	1.9兆円程度
合計	26.0兆円程度	13.2兆円程度	9.4兆円程度

したがって、今年度中に国と地方を合わせて6兆円余りの財政支出が追加されてることになる。その内容は、「災害からの復旧・復興と安全・安心の確保」と銘打たれた災害復旧事業や国土強靱化に資する公共投資が中心となり、そのほか「経済の下振れリスクを乗り越えようとする者への重点支援」として中小企業や農林水産業の支援策、地方創生が、「未来への投資と東京オリンピック・パラリンピック後も見据えた経済活力の維持・向上」として先端技術開発や環境対応、教育、観光、個人消費の支援策などが盛り込まれている。

政府は、この対策による需要押し上げ効果をGDPの1.4%と見込んでおり、9.4兆円という歳出規模を踏まえると妥当な数字である。ただ、政府支出の成長率（前年比）への寄与という意味では、今年度中の実施分は昨年度の補正予算で追加された事業の規模と概ね同程度であり、公共投資の前年比の落ち込みを防いだに過ぎない。また、来年度実施分には、もともと予定されていた予算の範囲で対応するものもあるとみられ、その分、押し上げ効果は減殺される点に留意が必要であろう。

とはいえ、今年度予算執行の息切れによって2019年10～12月期に一旦落ち込んだとみられる公共投資が2020年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効果は期待できそうである。

2020年度後半の停滞懸念を拭えず

以上を踏まえると、2019年10～12月期の日本経済は、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、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、公共投資は拡大に転じ、米中摩擦の一服（第1段階の合意）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。こうした中で、個人消費も消費増税の影響一巡によって徐々に持ち直し、さらに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基調を取り戻そう。

ただ、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。海外景気も2020年後半には米中を中心に減速が見込まれるため、輸出も伸び悩むとみられる。こうした状況に対して、政府は今回の対策でマイナンバーを活用した景気刺激策を盛り込むなど、東京五輪後の景気下支え策を準備し始めている。ただ、詳細は今後明らかになることもあり、その効果をどの程度期待して良いのか現時点では見通し難い。2020年度後半の日本経済も、先行き不透明感の強い中で政策効果に依存する部分が多く方向感の見極めにくい状況が予想される。

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	0.3	1.0	0.9	0.7
国内需要	1.5	0.4	1.3	0.6	0.6
民間需要	1.8	0.2	0.9	0.6	0.7
個人消費	1.1	0.1	0.6	0.7	0.5
住宅投資	▲1.4	▲4.9	2.6	▲5.1	▲3.0
設備投資	4.3	1.7	1.9	1.5	1.6
在庫投資(寄与度)	(0.2)	(0.0)	(▲0.0)	(0.0)	(0.0)
政府消費	0.3	0.9	2.2	0.6	0.6
公共投資	0.5	0.6	2.1	0.5	0.1
純輸出(寄与度)	(0.4)	(▲0.1)	(▲0.2)	(0.2)	(0.1)
輸出	6.5	1.6	▲1.1	3.0	0.8
輸入	3.9	2.2	0.1	1.6	0.4
名目GDP	2.0	0.1	1.4	1.2	1.2
鉱工業生産	2.9	0.2	▲2.6	1.9	1.7
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	16.8	19.5	23.4
消費者物価(除く生鮮)	0.7	0.8	0.5	0.7	0.5

(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。