

日本経済情報 2020 年 2 月号

Summary

【内 容】

10～12 月期 GDP
は予想を上回る落ち
込み

月例経済報告:「緩
やかな回復」を維持

個人消費動向:一部
に持ち直しも総じて
冴えず

設備投資:機械投
資、建設投資とも軟
調

輸出:弱含みが続く

新型コロナウイルス
により 2 四半期連続
のマイナス成長へ

経済見通し:新型コ
ロナウィルスの感染
終息次第

改定経済見通し～新型コロナウイルスで視界ゼロ

日本経済は、消費増税直後の 10～12 月期に前期比▲1.6%(年率▲6.3%)もの大幅なマイナス成長を記録したが、全てが消費増税の影響というわけではない。個人消費は増税のみならず、暖冬や景気の先行き懸念、所得の伸び悩みが大幅な落ち込みにつながった。そのほか、設備投資や輸出も減少し、民間需要は総崩れの様相を呈している。

2 月の月例経済報告では景気の「緩やかな回復」という評価が維持されたが、最近の経済指標を見る限り、小売販売は冴えず、設備投資は先行指標がピークアウトを示唆、輸出は弱含みが続いており、景気はひとまず停滞しているとみるべきであろう。

さらに、新型コロナウイルスの感染拡大が中国経済だけでなく、日本を含むアジアへも悪影響が波及、欧米でも株価が急落するなど、世界中で急速に景気が冷え込んでいる。そのため、日本の 1～3 月期 GDP は前期比でマイナス成長が続く可能性が高い。

仮に感染拡大が 1～3 月期中にピークアウトすれば、4 月以降は政府による大規模経済対策が本格的に動き出し、東京五輪に向けて関連需要の盛り上がりや消費者マインドの改善が見込まれるため、日本経済は拡大を再開しよう。ただ、感染拡大が終息に向かう時期は全く見通せず、現在、日本経済は視界ゼロの状態にあると言える。

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	0.3	0.8	0.8
国内需要	1.5	0.4	0.5	0.6	0.6
民間需要	1.8	0.2	▲0.2	0.5	0.7
個人消費	1.1	0.1	▲0.3	0.8	0.7
住宅投資	▲1.4	▲4.9	0.4	▲5.8	▲2.9
設備投資	4.3	1.7	▲0.3	0.3	0.8
在庫投資(寄与度)	(0.2)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.0)
政府消費	0.3	0.9	2.4	0.7	0.6
公共投資	0.5	0.6	3.6	1.5	0.0
純輸出(寄与度)	(0.4)	(▲0.1)	(▲0.2)	(0.2)	(0.2)
輸 出	6.4	1.6	▲1.9	3.5	2.5
輸 入	3.9	2.2	▲0.7	2.3	1.6
名目GDP	2.0	0.1	0.9	1.1	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

10～12 月期 GDP は予想を上回る落ち込み

2019 年 10～12 月期の GDP1 次速報値は、前期比▲1.6%（年率▲6.3%）もの大幅なマイナスとなった。大方の予想は前期比▲1%（年率▲4%）程度であり、予想を大きく上回って落ち込んだことになる。また、今回のマイナス幅は、前回の消費増税（2014 年 4 月）直後となる同年 4～6 月期の前期比年率▲7.4%以来の大きさとなる。

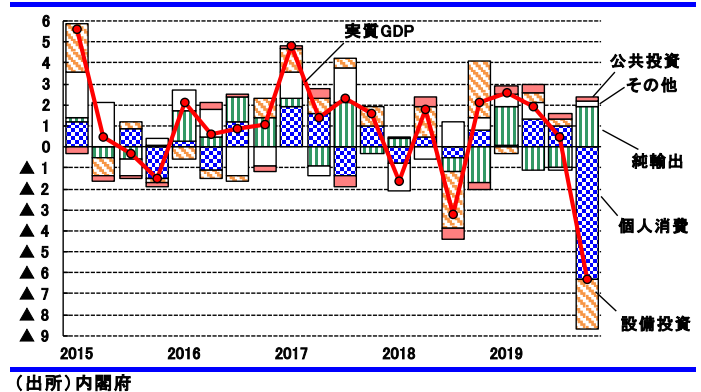
需要別の内訳を見ると、個人消費（7～9 月期

前期比+0.5%→10～12 月期▲2.9%）が大幅な落ち込みの主因であることは間違いない。個人消費のマイナス幅は、前回の消費増税時（▲4.8%）の半分強程度にとどまったとはいえ、軽減税率導入や各種の所得補填策を講じた割には落ち込みが大きかったと言える（詳細後述）。そのほか、住宅投資（+1.2%→▲2.7%）も消費増税の影響などからマイナスに転じた。ただ、設備投資（+0.5%→▲3.7%）も減少に転じ、輸出（▲0.7%→▲0.1%）も減少が続くなど、民間需要は総崩れの状況であり、大幅マイナス成長の全てが消費増税の影響というわけでもない。

月例経済報告：「緩やかな回復」を維持

ただ、そうであっても、政府が 2 月 20 日の「月例経済報告」で前月に続いて景気判断を「緩やかに回復している」としたことには違和感がある。正確な解釈をすれば、前置きに「製造業を中心に弱さが一段と増した状態が続いている」とある通り、景気は回復基調の中にあるが一時的かつ部分的に弱含んでいる、ということであろう。しかしながら、その内訳にあるように、個人消費が「持ち直している」とはとても言えず、設備投資も「増加傾向にある」とするには後述の通り無理がある。景気は、仮に一時的だったとしても、「停滞している」と評価するのが妥当であろう。

実質GDPの推移（季節調整値、前期比年率、%）



政府の景気判断の変化（2020年1月→2020年2月）

	2020年1月	2020年2月	方向
景気	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	輸出が弱含むなかで、製造業を中心に弱さが一段と増した状態が続いているものの、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	緩やかな増加傾向にあるものの、一部に弱さがみられる	緩やかな増加傾向にあるものの、一部に弱さがみられる	→
輸出	弱含んでいる	弱含んでいる	→
生産	一段と弱含んでいる	引き続き弱含んでいる	→
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増している	製造業を中心に引き続き慎重さが増している	→
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

個人消費動向：一部に持ち直しも総じて冴えず

主な需要の動向を詳しく見ると、大きく減少した 10～12 月期の個人消費（家計消費）は、耐久財の落ち込みが目立ち（7～9 月期前期比+3.2%→10～12 月期▲12.8%）、これだけで GDP を 0.6%押し

下げた。また、衣料品などの半耐久財も比較的大きく減少し GDP を 0.2%押し下げ、ウェイトの大きい食料品などの非耐久財やサービスも減少、ともに GDP を 0.4%押し下げている。

耐久財の減少は、消費増税前の駆け込み需要が反動で落ち込んだことが主因とみられ、前回の消費増税後の動きに倣うと、今後は当分、底這い状態が続く可能性が高い。半耐久財については、駆け込み需要の反動に加え、暖冬による冬物の不振が影響したとみられ、気候が順当となれば、ある程度の反発を期待できよう。一方、非耐久財は、大部分を占める食料品が軽減税率により消費増税に中立、サービス消費においては駆け込み需要が小さいはずである。それでも大きく減少したのは、

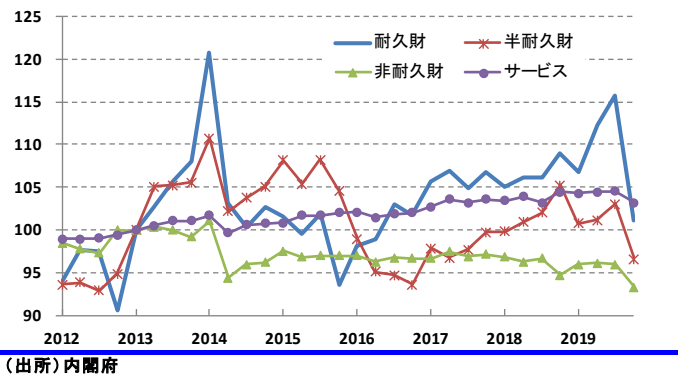
ともに暖冬の影響は一部にあるが、基本的には消費増税という負担増に対して、消費者がまずは防衛的な行動を取ったと理解するのが適当であろう。つまり、米中摩擦激化などから景気の先行きが不透明な中で、冬のボーナスが前年並みにとどまるなど所得環境の改善が不十分だったことなどから、消費者マインドが委縮した影響が大きかったと考えられる。幼児教育無償化やキャッシュレス決済へのポイント還元といった政府の施策は、個人消費の底割れを防ぐ効果はあったものの、外部環境の悪化という逆風下では個人消費を回復させるには至らなかった。今後も、新型コロナウイルスの感染拡大という新たな悪材料により消費増税の影響が増幅され、個人消費の回復はさらに遅れると見込まれる。

なお、現時点で確認できる 1 月の指標のうち、百貨店売上（店舗数調整済）は、2019 年 9 月の前年同月比+23.1%から 10 月▲17.5%、11 月▲6.0%、12 月▲5.0%、1 月▲3.1%と改善傾向を維持している。訪日外国人向けが好調だった化粧品やアクセサリなどの雑貨（9 月前年同月比+51.2%→10 月▲24.3%→11 月▲10.3%→12 月▲6.4%→1 月▲1.5%）が回復しつつあるほか、食料品（+1.5%→▲5.1%→▲0.6%→▲1.9%→▲0.2%）の持ち直しが貢献した。ただ、主力の衣料品（+19.2%→▲21.4%→▲8.6%→▲8.2%→▲6.8%）は暖冬で苦戦が続き、家具・家電製品などの家庭用品（+30.7%→▲19.9%→▲0.3%→▲6.5%→▲8.3%）は悪化するなど、全体の勢いは依然として鈍い。

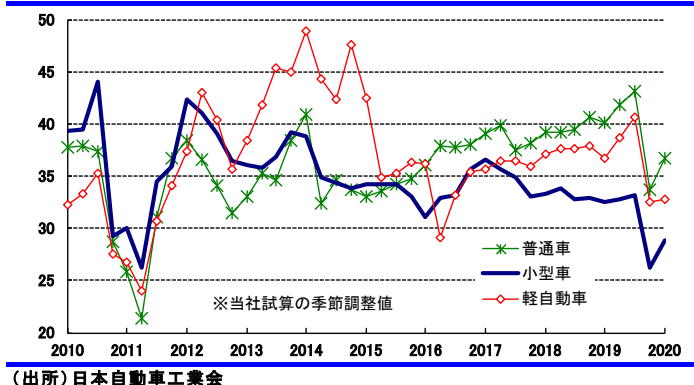
コンビニ売上高（既存店）は、12 月の前年同月比▲0.3%から 1 月は+0.4%へ 2 か月ぶりのプラスに転じた。キャッシュレス決済推進策の押し上げ効果が続く中で、新型コロナウイルスの影響によりマスクなど衛生用品の販売が増加した。すなわち、訪日外国人の増加やウイルス対策がなければ、百貨店、コンビニとも販売状況は冴えず、個人消費は回復力に欠ける。

ただ、自動車販売には緩やかながら持ち直しの動きが見られた。乗用車販売台数は、消費増税前の 7~9 月期に年率 468.2 万台（当社試算の季

家計消費の形態別の推移（季節調整値、2013年Q1=100）



乗用車販売台数の推移（季節調整値、万台）



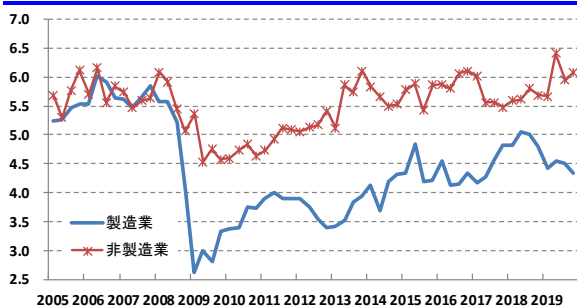
節調整値)まで増加した後、増税後の10～12月期は370.3万台まで落ち込んだが、月毎の動きを見ると11月以降は持ち直し傾向にあり、1月は393.8万台へ水準をやや戻している。車種別では、軽自動車は10～12月期から1月にかけて横ばい程度でとどまったが(32.6万台→32.8万台)、普通車(33.7万台→36.7万台)、小型車(26.2万台→28.9万台)は明確にリバウンドした。とはいえ、いずれも1月の水準は未だ前年同月を1割以上下回っており、回復は道半ばである。

設備投資：機械投資、建設投資とも軟調

月例経済報告では「増加傾向にある」との評価が維持された設備投資は、先行指標がそれを否定する動きを見せている。設備投資のうち機械投資の先行指標である機械受注(船舶・電力を除く民需)は、12月に前月比▲12.5%の大幅減を記録、11月の大幅増の反動という面はあるが、10～12月期で見ても前期比▲2.1%と減少した。7～9月期の▲3.5%に続く2四半期連続での減少であり、設備投資が減少傾向に転じつつある可能性を示唆した。

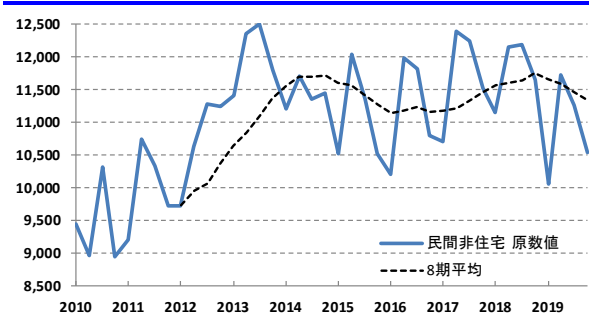
業種別に見ると、製造業からの受注は12月に前月比+4.3%と前月より伸びを高めたが、10～12月期で見れば前期比▲3.6%であり、比較的大きな落ち込みとなった。一方、非製造業からの受注は、12月に前月比▲21.3%の大幅減ながら10～12月期では逆に前期比+2.4%であったが、これは11月に鉄道車両の大口受注があったことによる(11月前月比+27.8%)。この分を除けば非製造業も10～12月期は前期比マイナスであり、やはりピークアウト感を拭えない。

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

建設着工床面積の推移(千㎡)



(出所)国土交通省

また、建設投資の先行指標となる建設着工床面積も、民間非住宅分野で7～9月期の前年同期比▲7.6%から10～12月期は▲9.6%へマイナス幅が拡大、平均工期を2年(8四半期)と仮定してその動きを見ても、2019年に入り減少傾向にある(右上図)。

内訳を見ると、店舗(4～6月期前年同期比▲5.7%→7～9月期▲33.1%→10～12月▲20.3%)の大幅マイナスが続いたほか、好調だった倉庫(+34.2%→+7.1%→▲19.4%)がマイナスに転じた。また、工場(▲19.7%→▲26.9%→0.6%)はプラスに転じたが、先に見た通り、製造業の設備投資の動きは鈍く、当面は回復を期待できそうもない。一方で、事務所(▲14.7%→▲0.5%→+20.1%)は急拡大しているが、全体を押し上げるには力不足であった。

輸出：弱含みが続く

輸出は、月例経済報告の通り引き続き「弱含んでいる」。全体の約8割を占めるモノ¹の輸出動向を示

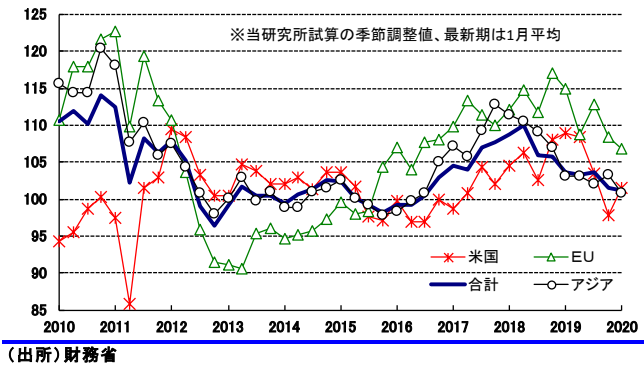
¹ 統計上は「財」と表記され、残り2割はサービス。

す通関輸出数量指数は、10～12月期に前期比▲1.6%と落ち込んだ後、1月は前月比で横ばい、10～12月期との比較では0.4%減少した（当社試算の季節調整値）。

仕向け地別に見ると、米国向けは持ち直しの動きが見られたが（10～12月期前期比▲5.5%→1月の10～12月期比+3.9%）、EU向けは減少が続く（▲4.0%→▲1.5%）、アジア向けは中国向けの落ち込みにより減少に転じた（+1.3%→▲2.3%）。

米国向けの内訳を見ると、自動車の減少が続いたものの、自動車部品やプラスチックが大幅増加に転じ、全体を押し上げた。一方で、中国向けは半導体（IC）や自動車の拡大が続いたものの、鉄鋼や非鉄金属といった素材が不振だった。

主な仕向け地の通関輸出数量指数（季節調整値、2015年=100）



新型コロナウイルスにより2四半期連続のマイナス成長へ

以上の通り、徐々に明らかになりつつある年明け後の景気動向は、輸出の停滞が続き、設備投資は頭打ち、個人消費も回復には程遠く、期待したほど芳しくない。それでも、米中貿易交渉は1月15日、第1段階合意の正式署名に至り、今後は世界的に停滞していた企業の設備投資が再始動し、中国経済は持ち直し、日本経済も設備関連や中国向けの輸出が回復、国内の設備投資も拡大を再開、景況感の改善を背景に個人消費も持ち直すと期待されていた。

しかしながら、新型コロナウイルスの感染拡大が、このシナリオに水を差す格好となった。現時点までの影響だけでも、中国経済は1～3月期に成長率が2～4%Pt程度押し下げられそうである²。その影響は、日本にまず、訪日外国人や中国向け輸出の減少という形で波及する。前者については、1～3月期のサービス輸出全体を5～10%程度押し下げ³、後者は中国向けの財（モノ）の輸出が成長率に応じて落ちるとすれば2～4%程度押し下げる。その結果、1～3月期の輸出は全体で前期比2%を超えるマイナスとなり、GDP成長率は0.4%Pt程度押し下げられる。

さらに、中国における工業生産の落ち込みが、サプライチェーンを通じた経路でも日本経済へ影響を与える。中国は、世界の工場と言われるだけあって、その生産量において圧倒的な世界シェアを占める分野は多く、他国からの調達に容易にシフトできない部材品は少なくない。今回の震源地である武漢市が属する湖北省は、二次産業が4割を占める工業の盛んな地域であり、製造業では自動車産業が集積（GDPの約17%）するほか、コンピュータ・通信機器や電気機械といったエレクトロニクス分野も盛んである（合わせてGDPの10%程度）。これらのうち、部品供給先は自動車産業では中国内が中心であるため、日本にとってはエレクトロニクス産業の方がサプライチェーンを通じた悪影響が大きい。こうした分野を中心に、今後は部材品供給が停滞し在庫が枯渇、最終製品の生産が滞るとい

² 詳細は、2020年2月13日付 Economic Monitor 「新型コロナウイルスで大幅減速不可避の中国経済（1月経済指標）」参照。 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2020/1814/>

³ 中国からの団体旅行は、3月末までの予約約40万人分の大半がキャンセルの可能性。この規模は、2019年1～3月期の中国人訪日数217万人の約18%、全訪日外国人数805万人の約5%に相当。さらに日本における感染拡大を受けて、訪日外国人は中国のみならず、全般的に落ち込んでいる模様。

う影響が顕在化しよう。

また、新型コロナウイルスの感染が日本国内でも拡大している影響も無視できない状況になりつつある。旅行や外食といったサービス消費は、外出を控える動きによって抑制されているとみられ、10～12月期の大幅な落ち込み（前期比▲1.3%）からの持ち直しを期待できそうもない。物販に関しても、徐々に駆け込み需要の反動落ちから復調すると期待される一方で、不要不急の購入は控えられがちである。そうした中で急拡大する、マスクなど衛生関連商品への需要は供給面の制約があり、全体を押し上げるほどではない。そのため、1～3月期の個人消費は、前期比でリバウンド程度の小幅増加にとどまると見込まれる。

以上を踏まると、1～3月期の日本経済は、輸出が大きく落ち込み、設備投資はピークアウト、個人消費は反発力に乏しく、実質 GDP 成長率は10～12月期に続いて前期比でマイナスとなる可能性が高いとみておくべきであろう。

経済見通し：新型コロナウイルスの感染終息次第

その結果、2019年度の実質 GDP 成長率は、2018年度と同じ前年比+0.3%にとどまる見通しである。日本の潜在成長率（実力ベースの成長率）は1%程度とされているが、それを2年連続で大きく下回ることになる。つまり、供給力に比べ需要の拡大ペースの方が弱いと、物価上昇圧力は低下、デフレ方向への逆戻りが続くことになる。

2020年4月以降については、新型コロナウイルスの感染拡大がどうなるかによって全く姿が異なることは言うまでもない。仮に1～3月期中に感染がピークを打つとすれば、昨年12月に閣議決定された事業規模26兆円、財政支出規模13.2兆円の経済対策が4月頃には順次実行に移される

ため、景気持ち直しのきっかけとなろう。加えて、中国経済が正常化に向かうことで日本からの輸出も復調、東京五輪に向けて関連需要も増加、消費者マインドも改善し個人消費も徐々に回復に向かうとみられる。しかしながら、東京五輪後は政策効果の息切れや関連需要の一巡により一旦停滞し、2020年度の実質 GDP 成長率は前年比+0.8%、潜在成長率をやや下回る程度にとどまると予想する。

2021年度にかけては、設備投資の調整が終了するも、米国経済は大統領選が終わることで、中国経済は正常化すれば構造改革を再開することで、いずれも減速が見込まれるため、輸出の勢いは鈍化しよ

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	0.3	0.8	0.8
国内需要	1.5	0.4	0.5	0.6	0.6
民間需要	1.8	0.2	▲0.2	0.5	0.7
個人消費	1.1	0.1	▲0.3	0.8	0.7
住宅投資	▲1.4	▲4.9	0.4	▲5.8	▲2.9
設備投資	4.3	1.7	▲0.3	0.3	0.8
在庫投資(寄与度)	(0.2)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.0)
政府消費	0.3	0.9	2.4	0.7	0.6
公共投資	0.5	0.6	3.6	1.5	0.0
純輸出(寄与度)	(0.4)	(▲0.1)	(▲0.2)	(0.2)	(0.2)
輸出	6.4	1.6	▲1.9	3.5	2.5
輸入	3.9	2.2	▲0.7	2.3	1.6
名目GDP	2.0	0.1	0.9	1.1	0.8
鉱工業生産	2.9	0.2	▲2.8	3.2	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	21.1	23.0
消費者物価(除く生鮮)	0.7	0.8	0.4	0.4	0.4

（出所）内閣府ほか、予想部分は当研究所による。

う。そうした中で、所得環境の改善余地も限られるため、個人消費に景気の牽引役を期待することは困難である。そのため、景気は緩慢な拡大にとどまり、2021年度の成長率も高まりにくいと予想する。

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。