

# 国内外経済の動向

## 暗雲立ち込める日本経済の行方

### 【ポイント】

1. 日本の実質 GDP 成長率は、外需の弱さを内需の底堅さが補う形で、1%弱とされる潜在成長率を3四半期続けて上回ったが、GDP 以外の経済指標は冴えない動きとなっており、停滞感を示している。
2. 9月から米中が互いに追加関税を発動するなど、米国と中国の対立が一層深まっており、その悪影響が世界経済に広がるのが懸念される。FRB が利下げを実施するなど各国中銀の緩和的な金融政策スタンスは下支えとなるものの、日本経済においては、外需の弱さからの下押し圧力に加え、円高も重石となる。
3. 米中貿易摩擦問題などリスク要因は山積しており、これらリスクの顕在化で世界経済が失速すれば、金融資本市場の混乱も相俟って、足元で底堅さを保つ内需へ悪影響が及び、景気が腰折れする可能性がある。

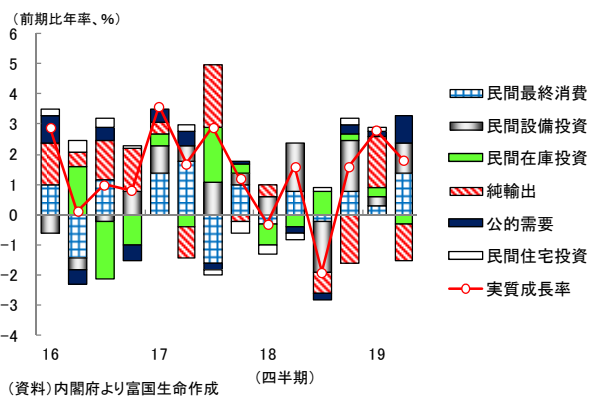
当社では、2019年4～6月期のGDP統計の発表を受けて、2019・2020年度経済見通しを改訂した（8月15日公表）。本稿では、日本経済の現状と見通しについて、主な需要項目を中心にまとめる。

### 1. 低迷する外需と底堅さを維持する内需

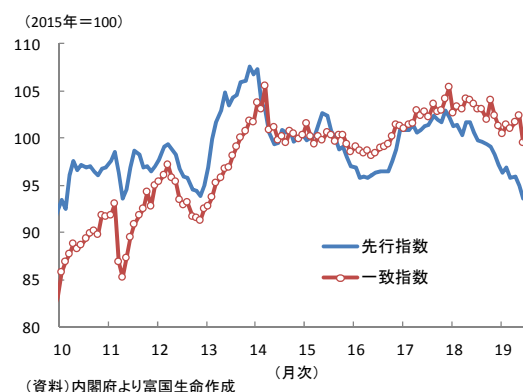
日本の2019年4～6月期の一次速報値によると、実質GDP成長率は前期比+0.4%（年率換算+1.8%）と3四半期連続のプラス成長となった（図表1）。民間最終消費は、10連休効果などによるレジャー関連支出の増加や、一部耐久財の駆け込み需要から高い伸びとなった。また、設備投資はインバウンド需要に対応した建設投資などから増加基調を維持したほか、2018年度補正予算の効果などにより公的需要も底堅く推移した。一方、輸出はアジア向けを中心に弱い動きが続き、輸入が増加したことで外需寄与度は同0.3ポイントのマイナス寄与となった。

このように、実質GDP成長率は、外需の弱さを内需の底堅さが補う形で、1%弱とされる潜在成長率を3四半期続けて上回っている。しかし、景気動向一致指数が2018年後半

図表1. 実質GDP成長率の推移



図表2. 景気動向指数の推移



以降、生産・出荷関連指標を中心に弱い動きとなるなど、GDP以外の経済指標は冴えない動きとなっており、日本経済の停滞感を示している（図表2）。4～6月期は10連休効果など一時的な要因に押し上げられている面が強く、景気の基調が2019年前半に強まったとはいえないだろう。また、機械的に求められる一致指数の基調判断は「下げ止まりを示している」とされているものの、先行指数は大きく低下している。輸出低迷による在庫増や、消費マインドの悪化によるものであり、先行きは慎重にみておくべきであろう。

## 2. 日本経済は当面弱い動きに

2019年度の日本経済の実質GDP成長率は前年比+0.5%、2020年度が同+0.3%と予測している（図表3）。9月から米中が互いに追加関税を発動するなど、米国と中国の対立が深まっており、その悪影響が世界経済に広がる懸念される。FRBが利下げを実施するなど各国中銀の緩和的な金融政策スタンスは下支えとなるものの、日本経済においては、外需の弱さからの下押し圧力に加え、円高も重石となる。輸出は低調な推移を辿り、企業収益の鈍化や先行き不透明感の強まりから製造業を中心に設備投資は次第に増勢が鈍化すると見込む。2019年10月の消費税率引き上げ後の個人消費は、政府による需要喚起策などが下支えとなるが、所得環境の改善に限られるなか消費マインドは抑制された状況が続く、力強さを欠くだろう。

2019年4～6月期実績は10連休効果などから高めの成長率となったことに加え、1～3月期が上方改訂されたことで、想定されていた以上に2019年前半の実績は大きく上振れた。しかし、先行きについては、米中貿易摩擦の激化や円高を踏まえると先行きに対して慎重な見方をせざるを得ない。

2020年度については、米中貿易摩擦の影響などによる世界経済の回復の遅れから引き続き外需の弱さが重石となろう。増税後の反動減からのリバウンドと東京五輪・パラリンピックの開催に伴う需要増加が年度前半の成長率を押し上げる要因となるが、こうした下支え要因が剥落する年度後半はやや減速すると予測している。

図表3. 日本経済の見通し

	(前年比、%)		
	2018 年度 実績	2019 年度 予測	2020 年度 予測
名目国内総生産（兆円）	550.5	557.5	561.9
	0.5	1.3	0.8
実質国内総生産（兆円）	535.7	538.0	539.6
	0.7	0.5	0.3
内 需	0.8	0.8	0.3
民 間 需 要	0.8	0.5	0.1
民間最終消費	0.5	0.3	0.5
民間住宅投資	▲ 4.4	▲ 1.1	▲ 1.7
民間設備投資	3.5	2.3	0.1
公 的 需 要	0.0	0.4	0.2
政府最終消費	0.9	1.3	0.9
公的固定資本形成	▲ 4.0	1.9	0.9
財貨・サービスの純輸出	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.0
財貨・サービスの輸出	1.5	▲ 2.1	0.3
財貨・サービスの輸入	2.1	▲ 0.5	0.5

注1. 実質値は2011暦年連鎖価格

注2. 内需、民間需要、公的需要、純輸出は寄与度

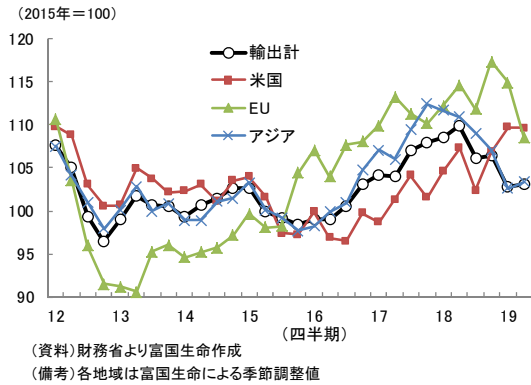
## 3. 主な需要項目の見通し

### (1) 輸出は低調な推移が続く

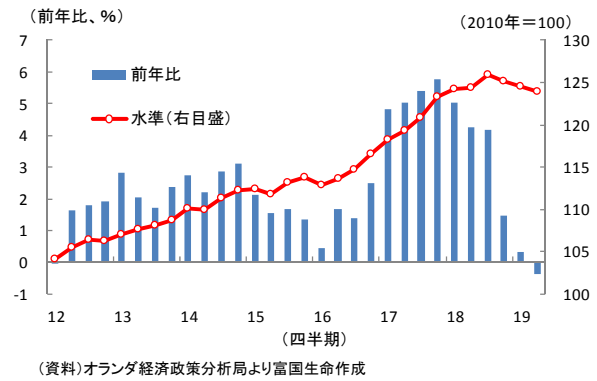
海外経済の成長ペース鈍化やIT関連需要の落ち込みなどにより、輸出は低迷している。日本の輸出を地域別にみると、米国向けは堅調さを維持しているものの、中国をはじめとしたアジア向けが2017年末頃をピークに減少傾向が続いており、EU向けも2019年入り後には大きく落ち込んでいる（図表4）。財別には、スマートフォン向けの需要の低迷によりIT関連が減少しているほか、半導体製造装置など資本財も弱い動きとなっている。

足元の輸出環境は非常に厳しい。世界経済の成長ペース鈍化を反映して、世界的に貿易取引が停滞している。オランダ経済政策分析局が公表する世界貿易量は2019年4～6月期

図表 4. 輸出数量指数の推移



図表 5. 世界貿易量の推移



まで3四半期連続で減少している。前年比で見ると、2017年は前年比4~5%程度まで伸び率が高まっていたが、2018年後半以降伸び率が鈍化し、足もと4~6月期は前年比▲0.4%とマイナスに転じている(図表5)。国・地域別では、減速が続く中国の輸入量の落ち込みが大きいほか、ユーロ圏や米国、アジア新興国についても伸び率が大幅に鈍化している。

先行きを左右する海外経済を展望すると、各国中銀の緩和的な政策スタンスに支えられることで失速は避けられるとみられるが、米中貿易摩擦の激化により、世界経済の成長ペース鈍化はこれまで想定していた以上に長引く可能性が高まっている。

主要輸出先である中国経済は、8月の製造業PMIが49.5と好不況の節目である50を4ヵ月連続で下回っていることなどが示す通り、いまだ減速に歯止めがかかっていない。政府による景気刺激策の効果が下支えとなることで急減速は避けられるとみられるが、米中貿易摩擦の影響が残るもとで回復感が強まっていくことは期待しにくい。また、米国経済は良好な雇用・所得環境を背景とした堅調な個人消費が支えとなるものの、今後は減税効果の剥落に加え、消費財を多く含む追加関税の発動の影響が小さいながらも出てくるとみられる。欧州経済についても、総じて個人消費は底堅さを維持しているものの、ドイツを中心に製造業の低迷が長期化しており、引き続き緩慢な成長にとどまるだろう。

また、輸出動向に影響する為替レートも重石となる可能性がある。これまでドル円レートは一進一退で推移してきたが、8月1日にトランプ米大統領が対中国関税第4弾の発動を表明したことを受けて円高ドル安が大きく進行した。9月に入り米中貿易摩擦を巡る楽観的な見方から円安方向に戻しているが、金融政策の面ではFRB(米連邦準備理事会)が利下げに踏み切る一方、日銀の追加緩和余地が限られることもあり、大幅に円安となる可能性は低く、むしろ円高が進行しやすい。少なくとも為替が輸出の追い風となることは期待薄といえる。

世界的にIT関連の在庫調整の動きが続くなか、円高も重石となることで、当面輸出は減少傾向となろう。2020年入り後も当面こうした厳しい状況が続き、輸出が持ち直しの動きに転じるのは2020年後半にかけてとなろう。

## (2) 設備投資の増勢は鈍化へ

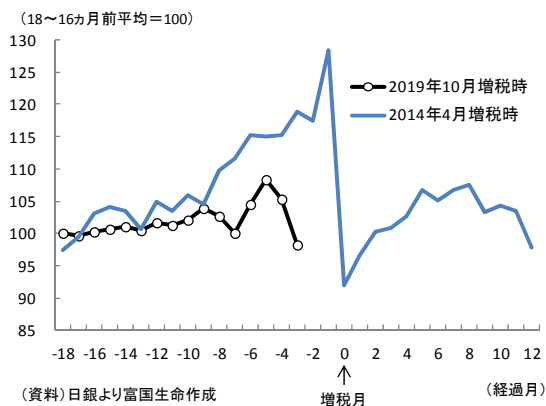
設備投資は増加傾向が続くと見込むものの、次第に増勢は鈍化すると見込んでいる。先行きは外需の影響を受けやすい製造業と非製造業とで、明暗が分かれていくだろう。製造業については、これまでの設備投資の増加の背景にあった企業収益が鈍化するなか、景気の先行き不透明感の強まりや輸出の不振などから、設備投資意欲は次第に弱まっていくだろう。一方、非製造業については、インバウンド需要を見込んだホテル、交通インフラな

どの建設投資のほか、研究開発費の増加が、引き続き設備投資の支えになることが見込まれる。また、景気動向に左右されにくい人手不足に対応した省力化・効率化投資の需要は底堅さを維持するだろう。東京五輪・パラリンピックに関連した需要が2019年後半にはピークアウトしていくと見込まれるほか、循環的な調整圧力が高まりつつあることもあり、今後の設備投資の増勢は次第に弱まっていくとみている。

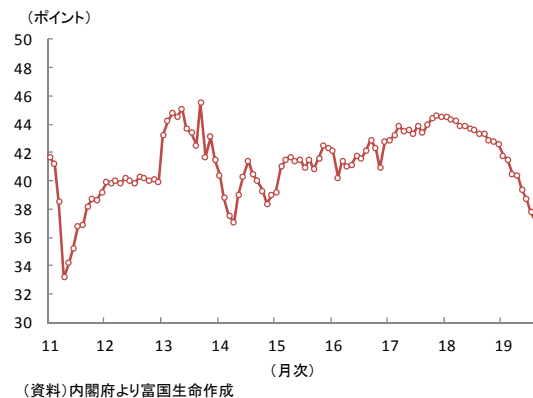
### (3) 個人消費は消費税率引き上げの影響に左右される

個人消費は10月の消費税率引き上げに伴う駆け込み需要とその反動減が想定される。駆け込み需要が生じやすい自動車やテレビなどの耐久財の消費動向を見る限り、前回2014年4月の増税時よりも駆け込みは小規模にとどまっている(図表6)。今回の消費増税においては、酒類と外食を除く飲食料品や新聞への軽減税率適用、幼児教育無償化に加え、キャッシュレス決済時のポイント還元、プレミアム付き商品券といった多くの需要喚起策が用意されており、家計負担増は前回増税時よりも小さい。もっとも、所得環境の改善が限られるなか景気の先行き不透明感も加わって消費マインドは抑制された状況が続くとみられることから、消費増税後の個人消費は力強さを欠く推移が続くだろう(図表7)。2020年度については、年度前半は増税後の反動減からのリバウンドに加えて東京五輪・パラリンピックに関連した宿泊費や飲食費といった需要が盛り上がることを期待されるが、年度後半以降は、増税後の需要喚起策の一巡もあって停滞感が強まるだろう。

図表6. 消費活動指数(耐久財)の推移



図表7. 消費者態度指数の推移



## 4. 高まる世界経済の失速リスク

最大のリスクは米中をはじめとした貿易摩擦問題の帰趨である。足元では、米中通商協議の進展に対する期待もみられるが、中国による産業補助金や知的財産侵害といった問題を巡っては溝が深く、今後も紆余曲折が予想される。米国は、9月1日のいわゆる第4弾の追加関税15%の発動に続いて、10月には第1~3弾で発動した2,500億ドル相当の中国製品への追加関税を現行の25%から30%へ引き上げるとしており、追加関税の応酬がさらにエスカレートする恐れがある。英国においては新首相のもとで合意なきEU離脱に向かうリスクがある。10月末とされる期限が延長される可能性もあるが、EUとの間で合意に至らないまま離脱することとなれば、通商手続きの復活、法規制の変更などにより企業活動に大きな支障が生じるリスクがある。

こうしたリスクが顕在化し世界経済が失速すれば、金融資本市場の混乱も相俟って、企業や消費者のマインドが萎縮し、足元で底堅さを保つ内需へ悪影響が及び、景気が腰折れする可能性がある。日本経済の行方には暗雲が立ち込めている。

(財務企画部 大野 俊明)