

2019年5月23日

2019・2020年度 日本経済の見通し（改訂）

～ 景気腰折れは回避も、外需の弱さからの下押し圧力が継続 ～

富国生命保険相互会社（社長 米山 好映）は、2019・2020年度の経済見通しを改訂しました。

【実質GDP成長率予測】

2019年度 +0.2%（前回+0.5%）、2020年度 +0.6%（前回+0.6%）

- 1～3月期は、内需低迷による輸入の大幅減で高い成長率
2019年1～3月期の実質GDP成長率は、前期比+0.5%、年率+2.1%と2四半期連続のプラス成長となった。もともと、内需低迷により輸入が大幅減となったことが成長率を押し上げており、高い成長率が示すほど良い内容とはいえない。内需については、在庫投資が同0.1ポイントのプラス寄与となったことに加え、補正予算の効果が顕在化した公共投資が増加に転じたが、内需の柱である個人消費、設備投資はともに小幅ながら減少した。また、輸出は中国をはじめアジア向けの落ち込みにより減少した。
- 4～6月期以降、景気の腰折れは回避も、当面弱い動きが継続
主要輸出先である中国経済はいまだ減速に歯止めがかかっておらず、世界経済は米中貿易摩擦の影響などから成長ペースの鈍化傾向が続くと見込まれる。また、1月以降、通商協議入りで落ち着きをみせていた米中貿易摩擦問題が再び関税引上げの応酬に発展し世界経済の下振れリスクは強まっている。こうした外需の弱さからの下押し圧力が継続するもと、日本経済は、輸出の不振に加え、先行き不透明感の強まりに伴う設備投資の増勢鈍化により当面弱い動きが続くだろう。もともと、中国の景気刺激策やFRBの金融政策正常化に対する慎重な姿勢を支えに世界経済の失速は避けられるとみているほか、公共投資の下支えもあり景気腰折れは回避できよう。先行き不透明感が及ぼす企業・家計のマインドへの下押し圧力の強まりを踏まえ、2019年度の実質GDP成長率は前年比+0.2%と前回予測から0.3ポイント下方修正した。2020年度は東京五輪・パラリンピック開催による需要の高まりもあって、同+0.6%と伸び率が高まるものの、低めの成長が続くと予測する。
- 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
米中をはじめとした貿易摩擦問題については、米国が中国への更なる関税引上げを検討しているほか、日本にとって影響の大きい自動車分野への関税引上げも懸念され、世界経済への下押し圧力が一段と強まる恐れがある。また、イランなど中東情勢の悪化により原油価格が高騰し悪影響が広がるリスクもある。こうしたリスクの顕在化で世界経済の減速感が一段と強まり、欧米の金融政策が緩和に追い込まれる事態となれば、円高進行も相俟って、日本経済への悪影響が大きくなる可能性があり留意が必要である。

○お問い合わせ

富国生命保険相互会社 担当：財務企画部 大野 俊明

〒100-0011東京都千代田区内幸町2-2-2

TEL (03) 3593-7576

<http://www.fukoku-life.co.jp>

toshiaki.oono@fi.fukoku-life.co.jp

図表1. 2019・2020年度 経済見通し

(前年比、%)

	2018 年度 実績	2019年度予測				2020年度予測		
		上期	下期	前回 2019年2月 時点	上期	下期		
								(前期比)
名目国内総生産 (兆円)	550.1	557.5	555.5	559.3	559.7	563.9	561.1	566.8
	0.5	1.1	0.7	0.7	1.6	1.1	0.3	1.0
実質国内総生産 (兆円)	535.2	536.4	537.5	535.7	537.2	539.4	538.6	540.6
	0.6	0.2	0.2	▲ 0.3	0.5	0.6	0.5	0.4
内 需	0.7	0.4	0.6	▲ 0.6	0.7	0.4	0.5	0.3
民間需要	0.8	0.2	0.4	▲ 0.6	0.5	0.2	0.4	0.3
民間最終消費	0.4	0.2	0.7	▲ 1.0	0.6	0.5	0.7	0.5
民間住宅投資	▲ 4.2	0.7	2.2	▲ 5.2	1.6	▲ 2.5	0.4	▲ 0.5
民間設備投資	3.2	1.5	1.0	▲ 0.1	1.8	0.5	0.4	0.2
公的需	▲ 0.0	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1
政府最終消費	0.8	0.6	0.1	0.3	0.8	0.7	0.4	0.3
公的固定資本形成	▲ 3.8	1.8	2.0	0.8	0.7	0.4	0.2	▲ 0.2
財貨・サービスの純輸出	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.2	0.2	▲ 0.3	0.2	0.1	0.0
財貨・サービスの輸出	1.3	▲ 1.1	▲ 0.9	0.7	1.6	1.9	1.1	1.0
財貨・サービスの輸入	2.0	0.1	0.3	▲ 0.5	3.1	0.7	0.6	0.8

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、財貨・サービスの純輸出はGDPに対する寄与度

(主な経済指標と前提条件)

鉱工業生産指数	0.2	▲ 0.1	0.5	▲ 0.7	1.6	1.0	1.0	0.7
国内企業物価指数※	2.2	1.7	1.0	2.4	1.7	1.1	1.6	0.8
消費者物価指数※	0.7	0.7	0.5	0.8	0.6	0.6	0.8	0.5
消費者物価(除く生鮮)※	0.8	0.6	0.5	0.7	0.6	0.6	0.7	0.4
(除く消費税・教育無償化の影響)	-	0.4	0.5	0.3	0.4	0.5	0.4	0.5
貿易収支(兆円)	0.7	2.5	1.1	1.4	1.2	3.5	2.0	1.6
経常収支(兆円)	19.4	21.0	10.6	10.4	19.1	21.8	11.3	10.5
名目賃金指数※	0.8	0.8	0.7	0.8	0.9	0.7	0.8	0.7
完全失業率(%)	2.4	2.4	2.3	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
住宅着工戸数(万戸)	95.3	93.6	95.2	90.9	93.0	90.1	91.1	89.2
為替レート(¥/\$)	110.9	109.8	110.2	109.4	109.5	109.1	109.1	109.0
原油価格(\$/b)	72.0	67.4	68.2	66.6	61.2	66.8	66.8	66.8
米国実質成長率(年率)	2.9	2.5	2.5	1.8	2.4	1.9	1.8	2.0
中国実質成長率※	6.6	6.2	6.3	6.1	6.2	6.0	6.1	6.0

注1. 原油価格は円ベースの入着価格を為替レート(月中平均、インターバンク中心相場)でドル換算

注2. 米国・中国GDPは暦年ベースの成長率

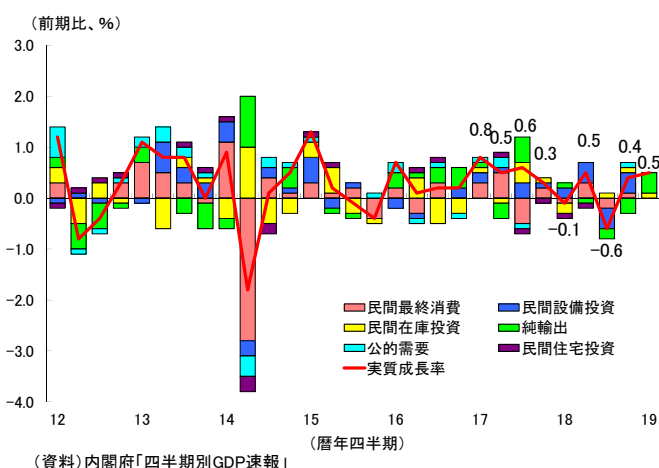
注3. ※印がついた指標の半期は原系列(前年比伸び率)、それ以外は季節調整値(前期比伸び率)

◇日本経済の現状と見通し

○1～3月期の実質GDP

5月20日に発表された2019年1～3月期の一次速報値によると、実質GDP成長率は前期比+0.5%（年率換算+2.1%）と2四半期連続のプラス成長となった（図表2）。もっとも、内需低迷により輸入が大幅減となったことが成長率を押し上げており、高い成長率が示すほど良い内容とはいえない。輸入の減少などにより外需寄与度が同+0.4ポイント、在庫投資の増加などから内需寄与度が同+0.1ポイントとなった。1～3月期の実質GDPを需要項目別にみると、民間最終消費は、食料品の値上げが相次いだことなどから消費マインドが弱含み、同0.1%減と2四半期ぶりの減少となった。一方、住宅投資は消費税率引き上げを控えた駆け込み需要もあり、同1.1%増と3四半期連続の増加となった。設備投資は輸出の不振や先行き不透明感などを背景に同0.3%減と2四半期ぶりに減少した。公的需要については、2018年度補正予算の効果が顕在化し、公的固定資本形成が同1.5%増と5四半期ぶりに増加に転じた一方、政府消費は同0.2%減となった。輸出は中国をはじめアジア向けが弱い動きとなり、同2.4%減となり、輸入は前期に高い伸びとなった反動や内需の落ち込みを映して同4.6%減と減少幅が輸出以上に大きくなったことで、外需寄与度は4四半期ぶりのプラスとなった。なお、物価の動きを総合的に示すGDPデフレーターは同+0.3%となり、名目GDP成長率は同+0.8%（年率換算+3.3%）と高い伸びとなった。

図表2. 実質GDP成長率の寄与度分解



今後の日本経済については、4～6月期以降、景気の腰折れは回避できるものの、当面弱い動きが続くだろう。主要輸出先である中国経済はいまだ減速に歯止めがかかっておらず、世界経済は米中貿易摩擦の影響などから成長ペースの鈍化傾向が続くと見込まれる。また、1月以降、通商協議入りで落ち着きをみせていた米中貿易摩擦問題が再び関税引き上げの応酬に発展し世界経済の下振れリスクは強まっている。こうした外需の弱さからの下押し圧力が継続するもと、日本経済については、輸出の不振に加え、先行き不透明感の強まりに伴う設備投資の増勢鈍化により当面弱い動きが続くだろう。もっとも、中国の景気刺激策やFRBの金融政策正常化に対する慎重な姿勢を支えに世界経済の失速は避けられるとみているほか、公共投資の下支えもあり景気腰折れは回避できよう。先行き不透明感が及ぼす企業・家計のマインドへの下押し圧力の強まりを踏まえ、2019年度の実質GDP成長率は前年比+0.2%と前回予測から0.3ポイント下方修正した。2020年度は東京五輪・パラリンピック開催による需要の高まりもあって、同+0.6%と伸び率が高まるものの、低めの成長が続くと予測する。

なお、主要な需要項目については以下の通り。

○個人消費は、緩やかな回復基調が続く

雇用環境は改善傾向となっている。

女性を中心に労働参加率が高まるなか、雇用者数は増加傾向にあり、3月の失業率は2.5%と低水準で推移している

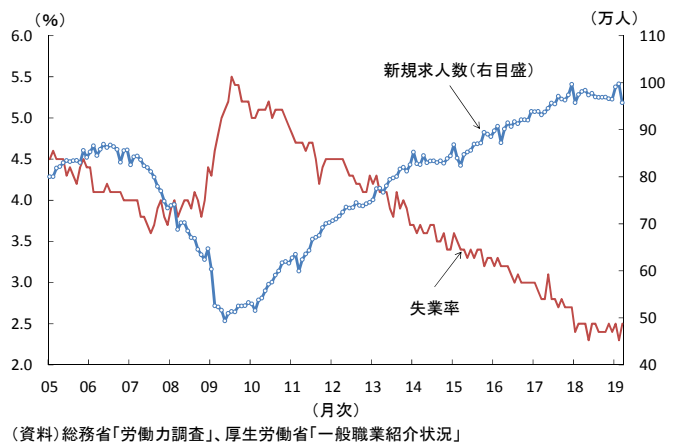
(図表3)。また、3月の有効求人倍率は1.63倍と引き続きバブル期を上回る高水準を維持するなど、労働需給は引き締まっている。今後についても雇用環境は緩やかに改善すると見込んでいる。日銀短観の雇用人員判断DIによれば製造業、非製造業ともに人手不足感が強い状況が続いている。先行指標である新規求人数は増加が頭打ちと

なっているものの高水準であり、企業の採用意欲は依然として強いことが窺える。高齢者や女性の労働参入が継続するもとで、雇用者は緩やかな増加が続くだろう。こうした状況を映して、名目賃金は緩やかな増加傾向となっている。1~3月期の名目の一人当たり現金給与総額は、特別賞与の減少などから前年比1.0%減と10~12月期の1.5%増から減少に転じた。もっとも、厚生労働省は2018年1月からの調査サンプルの部分入替えの影響を受けない共通事業所ベースの月次の前年比伸び率を公表しており、1月以降の伸び率は、0.6%増、0.3%増、0.1%減となっている。

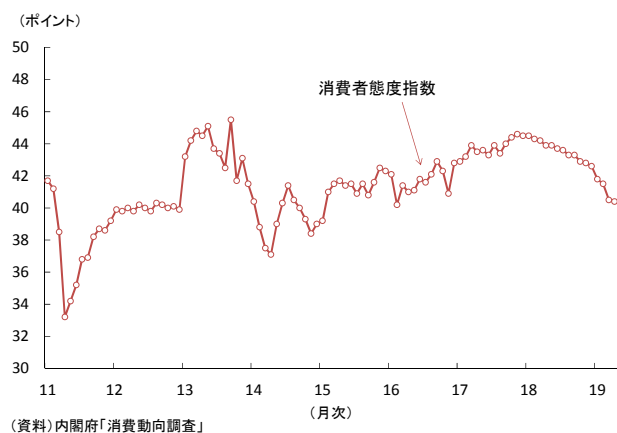
今後については、名目賃金は緩やかな増加にとどまると見込んでいる。今後の賃金動向を左右する2019年春闘について、連合の第5回回答集計結果をみると、賃上げ率は2.10%と昨年の同時期(2.09%)並みにとどまっている。景気の先行き不透明感が強まるなかで企業は固定費増につながるベースアップに対する慎重な姿勢が窺える。また、企業業績の鈍化を受けて賞与についても伸び率が高まることは期待しにくい。そのため引き続き労働需給がひっ迫するなかでも賃金の伸びに加速感はみられず、所得環境の改善は限られよう。

個人消費は、緩やかな回復基調となっている。1~3月期の民間最終消費支出は前期比0.1%減と小幅ながら2四半期ぶりに減少した。個人消費は良好な雇用環境のもと、均してみると回復基調にあるものの、1~3月期は暖冬の影響で冬物衣料がふるわなかったほか、相次ぐ食料品の値上げや景気の先行き不透明感などにより消費マインドが抑制されたとみられる。家計最終消費支出の内訳をみると、非耐久財は同1.2増となった一方、自動車などの耐久財は同2.2%減、衣料品などの半耐久財

図表3. 失業率と新規求人数の推移



図表4. 消費者態度指数の推移



は同 3.7 減となったほか、サービスは同 0.1% 減となった。

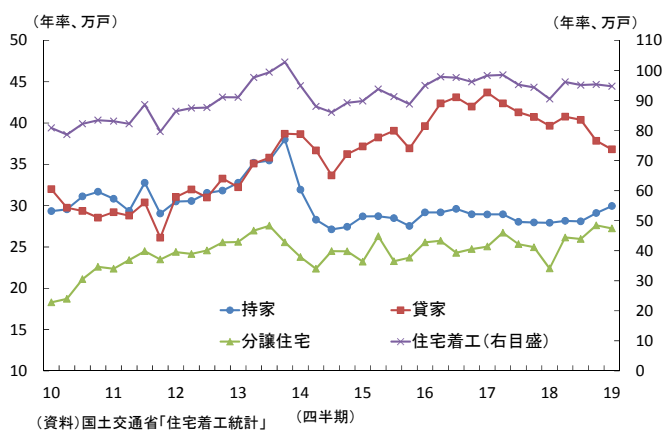
今後の個人消費については、緩やかな回復基調が続くとみられる。もつとも、景気の先行き不透明感や相次ぐ食料品の値上げなどを受けて消費マインドは弱含んでいる（図表 4）。先行きについても前述の通り、所得環境の改善に限られるなか消費マインドは抑制された状況が続こう。消費税率引上げに伴う振れを除いてみると、個人消費の増加ペースは緩やかにとどまり、景気のけん引役としては力不足の状況が続くだろう。2019 年 10 月に予定される消費税率引上げによる影響については、酒類と外食を除く飲食料品や新聞への軽減税率適用、幼児教育無償化に加え、キャッシュレス決済時のポイント還元や自動車購入支援策、プレミアム商品券といった増税後の需要喚起策により、前回増税時より家計の負担増は小さくなる。そのため、駆け込み需要とその反動減は前回増税時よりも抑えられよう。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のが期待されるが、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を強めよう。

○新設住宅着工戸数は、駆け込み需要一巡後は、緩やかな鈍化傾向を辿る

住宅投資は、住宅着工が横ばいで推移している。1～3 月期の住宅投資は前期比 1.1% 増と 3 四半期連続の増加となった。住宅投資に先行して動く新設住宅着工戸数をみると、1～3 月期は前期比 1.3% 減の年率 94.2 万戸と、このところ 95 万戸程度で横ばい推移となっている（図表 5）。利用関係別にみると、貸家が減少傾向となる一方、持家を中心に消費税率引上げに向けた駆け込み需要が顕在化していることが、全体を下支えしている。消費税率引き上げに向けた駆け込み需要は、前回 2014 年の増税時より小さな規模にとどまったとみられる。2019 年 10 月の消費増税にあたっては、住宅ローン減税の控除期間延長、すまい給付金の拡充、次世代住宅ポイント制度の創設、住宅取得資金にかかる贈与税非課税枠の拡大といった住宅取得支援策が実施されることから、増税前に住宅を購入するインセンティブが抑えられたとみられる。

今後の新設住宅着工戸数は、駆け込み需要一巡後は、緩やかな鈍化傾向を辿ると見込んでいる。貸家については相続税対策需要が一巡していることに加え、投資用不動産を巡る社会問題などから金融機関はアパートローンに対して慎重な姿勢を継続するとみられることから、引き続き弱含みで推移するだろう。分譲マンションについては、首都圏では依然として価格が高止まりするなか、契約率が好不調の目安とされる 70% を下回る状況が続いており、デベロッパーはマンション供給に慎重な姿勢を続けると見込んでいる。今後、良好な雇用環境や増税後の支援策により減少幅は緩和されるものの、消費増税による影響に加え、貸家の弱含みとマンション販売の不振といった要因により、今後の全体の住宅着工戸数は鈍化傾向を辿ると見込んでいる。

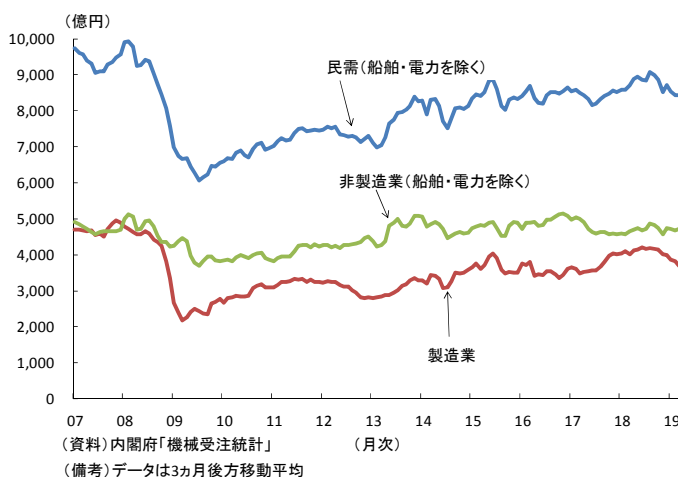
図表 5. 新設住宅着工戸数の推移



○設備投資は増加傾向を見込むものの、次第に増勢は鈍化

設備投資は、増加傾向となっている。1～3 月期の実質設備投資は前期比 0.3% 減となった。10～12 月期が同 2.5% 増と高めの伸びとなった反動という面もあって 2 四半期ぶりの減少となったものの、基調としては、増加傾向を維持していると判断している。今後については、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だろう。日銀短観 3 月調査における全規模・全産業のソフトウェアを含む設備投資計画(土地投資を除く)は、2018 年度が前年比 10.5% 増と高い伸び、2019 年度についても同 0.2% 増と、3 月調査としては底堅い計画が示されている。人手不足に対応した効率化・省力化投資や、東京五輪・パラリンピックを見据え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。もっとも、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、製造業の設備投資意欲には陰りがみられている。設備投資の先行指標となる機械受注(除く船舶・電力)をみると、1～3 月期が前期比 3.2% 減と 2 四半期連続の減少となっており、製造業を中心に弱さがみられる(図表 6)。また、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から、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。

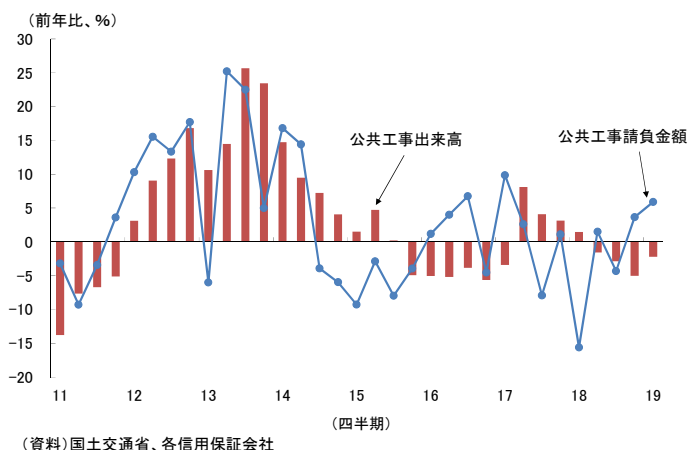
図表 6. 機械受注の推移



○公的固定資本形成は、補正予算の効果などから底堅い推移に

公的固定資本形成は、持ち直している。1～3 月期の公的固定資本形成は前期比 1.5% 増と、自然災害からの復旧・復興を中心とした 2018 年度第 1 次補正予算の効果が顕在化したことで 5 四半期ぶりに増加した。今後の公的固定資本形成は、底堅く推移すると見込んでいる。2018 年度第 1 次補正予算に続き、第 2 次補正予算および 2019 年度当初予算においては、防災などの国土強靱化に向けて公共事業関係費が積み増されている。先行指標である公共工事請負金額をみると、足元は 2018 年 10～12 月期に前年比 3.6% 増とプラスに転じ、1～3 月期も同 5.9% 増と伸び率が高まっている(図表 7)。今後は東京五輪・パラリン

図表 7. 公共工事請負金額・出来高の推移



ピック関連需要が一巡していくため、高い伸びこそ期待できないものの、4～6月期以降も公的固定資本形成は底堅く推移し、景気の一定の下支えとなろう。

○輸出は世界経済の成長ペース鈍化を映して当面弱い動きが続く見込み

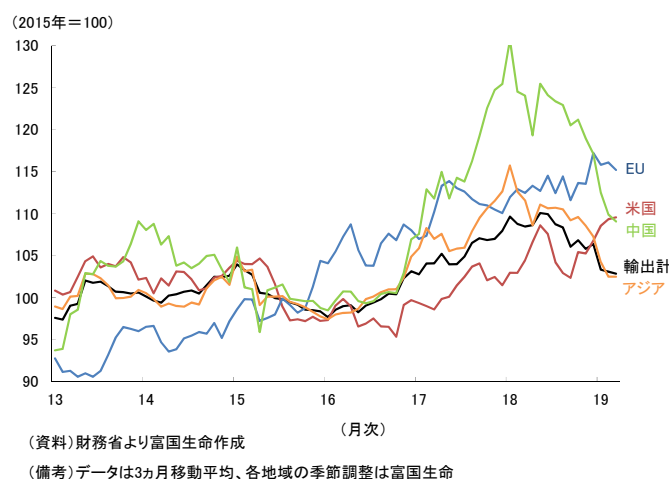
輸出は、弱い動きとなっている。1～3月期の実質輸出は、海外経済の成長ペース鈍化を背景に前期比2.4%減となった。輸出数量指数をみると、1～3月期は同▲3.3%と2018年後半以降、低下傾向となっている。

米国、EU向けは底堅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の低迷が続いている(図表8)。スマートフォン向けの需要の落ち込みなどによりIT関連が減少しているほか、半導体等製造装置などの資本財なども弱めの動きとなっている。

今後についても、輸出は世界経済の成長ペース鈍化を映して当面弱い動きが続くだろう。主要輸出先である中国経済はいまだ減速に歯止めがかかっておらず、世界経済は米中貿易摩擦の影響などから成長ペースの鈍化傾向が続くと見込まれる。

世界的にIT関連の在庫調整の動きが続いており、持ち直しに転じるにはまだ時間を要するとみられる。また、米中貿易摩擦激化のリスクが顕在化しており、世界経済の下振れも警戒される。このように、輸出を取り巻く環境は厳しい状況が続き、輸出は当面弱い動きとなる可能性が高いだろう。なお、日本経済にとって大きなリスクの一つである米国による自動車関連の関税引き上げについて、米政権は5月17日に判断を最大180日先延ばしすると発表した。今後、日米物品貿易協定(TAG)の交渉が進められるが、米政権が自動車関連の関税引き上げや数量規制などの措置に踏み切れば大きな影響を及ぼすことから、交渉の行方に留意する必要がある。

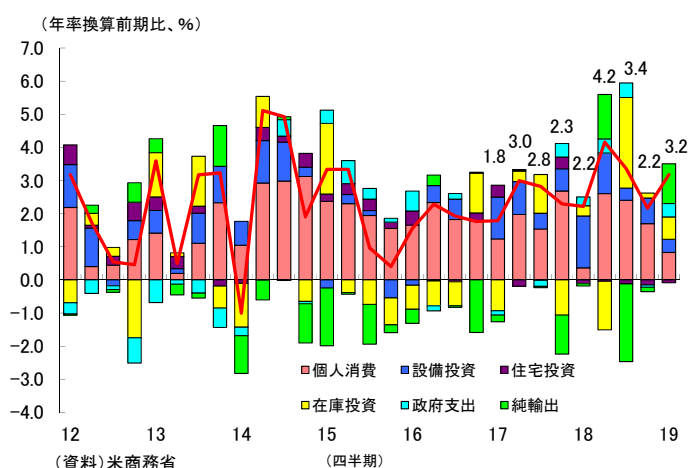
図表8. 輸出数量指数の推移



【米国経済】

米国経済は、回復が続いている。1～3月期の米国の実質GDP成長率は前期比年率+3.2%と前期の同+2.2%を上回る伸びとなった(図表9)。個人消費は同1.2%増と、政府機関の一部閉鎖や寒波の影響などが下押し要因となり、前期の同2.5%増から減速した。また、住宅投資は同2.8%減と5四半期連続のマイナスとなり、住宅市場の調整局面が続いた。一方、設備投資は良好な企業収益や大型減税などを背景に同2.7%増と増加傾向を維持したほ

図表9. 米国実質GDP成長率の推移



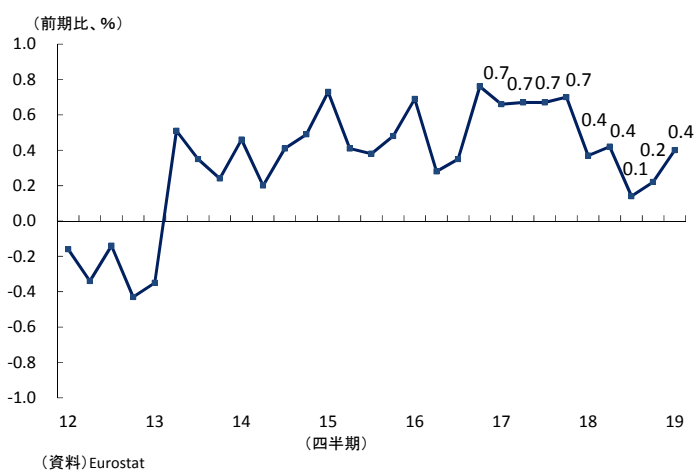
か、在庫投資の寄与度は同+0.65ポイントとなった。輸出は同3.7%増と堅調な伸びとなった一方、輸入が同3.7%減となった結果、純輸出は同1.03ポイントのプラス寄与となった。また、政府消費は、政府機関の一部閉鎖の影響により同2.4%増にとどまった。このように、1~3月期の高成長は輸入の減少や在庫投資の増加による面が大きく、これを割り引いてみれば、米国経済は底堅い成長を続けていると判断される。

今後については、減税効果などの剥落により2019年後半にかけてやや減速するものの、回復が続くだろう。1~3月期の個人消費の落ち込みは政府機関の一部閉鎖や寒波の影響という一時的な要因による面が大きく、雇用・所得環境の改善が続くもとで個人消費は堅調に推移すると見込んでいる。住宅投資については、引き続き弱含みで推移するだろう。長期金利の水準が低下したことで住宅販売は持ち直しの兆しもみられるが、労働力不足などの供給面からの制約もあり住宅価格の調整には時間がかかるとみられる。設備投資は、底堅い企業収益を背景に増加傾向を維持すると見込んでいる。もっとも、通商政策を巡る不確実性の高まりなどを背景に先行指標である資本財受注（国防、航空機除く）は増加が頭打ちとなっており、設備投資の増加は緩やかなものとなろう。輸出については、製造業の輸出受注指数は低下傾向となっており、中国経済や欧州経済の鈍化を反映して伸び悩むだろう。金融政策については、3月のFOMC（米連邦公開市場委員会）で、バランスシートの縮小を9月末で終了することを決定するなど、FRB（米連邦準備理事会）は金融政策正常化には慎重なスタンスに転換しており、2019年内は政策金利を据え置くと想定している。ただし、インフレ圧力が高まりがみられないなか、米中貿易摩擦などによる先行きの不確実性が高まる場面では金融緩和期待が高まりやすいだろう。2019年の実質GDP成長率は前年比+2.5%、2020年は同+1.9%と予測している。中国製品2,000億ドル相当への関税引き上げや中国による報復措置を踏まえ、前回2月の予測時点よりも先行きをやや慎重にみることにしたが、高成長となった1~3月期実績を踏まえ、2019年の予測は0.1ポイント引き上げている。なお、米政権が検討する3,000億ドル相当の中国製品への関税引き上げについては今回予測では想定していないが、対象にはスマートフォンなど消費財が多く含まれる。発動されれば小売価格値上げや企業収益の圧迫により悪影響が大きくなるリスクがあり留意が必要である。

【欧州経済】

欧州経済は、緩慢な成長ペースにとどまっている。1~3月期のユーロ圏の実質GDP成長率は前期比+0.4%（年率換算+1.6%）と前期（10~12月期）の同+0.2%から伸び率が高まった（図表10）。主要国の成長率をみると、ドイツは建設投資や個人消費といった内需を中心に同+0.4%となり、自動車新燃費規制への対応の遅れなどから低迷した前期（同+0.0%）から伸び率が高まった。フランスは、前期に反政府デモの影響もあって低迷した個人消費が持ち直し同+0.3%と前期並みの成長となり、ス

図表 10. ユーロ圏実質GDP成長率の推移



ペインは同+0.7%（前期：同+0.6%）と高めの成長が続いた。また、財政規律への懸念を背景とした金利上昇の悪影響などもあって2四半期連続でマイナスが続いていたイタリアは同+0.2%とプラス成長に転じた。

今後については、緩慢なペースでの成長が続くと見込んでいる。主要輸出先である中国経済の減速などにより輸出は弱めの動きが続くとみている。また、企業の景況感は貿易摩擦問題や英国のEU離脱問題などにより下押しされており、こうした先行き不透明感から企業の投資姿勢は慎重化し、設備投資の伸びは抑えられるだろう。一方、個人消費については、雇用・所得環境の改善傾向が続くなか、回復傾向が持続し景気の下支えになるとみている。ただし、消費者マインドは景気の先行き不透明感から抑制されており、その回復ペースは鈍いものとなろう。金融政策については、ECB（欧州中央銀行）は資産買入れを昨年末で終了した後、ユーロ圏内の景気減速と先行き不透明感の強まりを受けて、3月の理事会においてフォワード・ガイダンスを修正し、2019年末までは政策金利を現行の水準に据え置く方針を示した。引き続き緩慢な成長が見込まれ、先行き不透明感が強いなか、インフレ圧力の高まりもみられないことから、ECBは様子見姿勢を続けるとみられる。

【中国経済】

中国経済は、成長ペースが鈍化している。1～3月期の実質GDP成長率は前年比+6.4%と10～12月期と同じ伸び率となった（図表11）。ひとまず成長率の鈍化に歯止めがかかった格好ではあるが、成長率の寄与度の内訳をみると、純輸出の寄与度が同1.4ポイント程度と大きい。これは輸出が振るわない一方で内需の弱さを反映して輸入が落ち込んだ影響によるもので、景気減速に歯止めがかかったとみるのは早計だろう。実際、4月までの主要経済指標をみると、輸出は10～12月期の前年比4.0%増から1～3月期は同1.4%増へと鈍化した後、4月は同2.7%減とさらに落ち込んだ。小売売上高については、自動車販売の低迷が続いていることなどが重石となり、1～3月期は同8.3%増、4月は7.2%増にとどまった。固定資産投資は、1～4月期で同6.1%増と、昨年1～12月期の5.9%増こそ上回ったものの、製造業の投資の弱さから低い伸びにとどまった。

今後については、次第に鈍化傾向に歯止めがかかっていくとみられる。景気の減速傾向が鮮明となった昨秋以降、緩和的な金融政策に加え、政府は減税やインフラ投資の拡大といった対策を打ち出しており、その効果が2019年後半にかけて顕在化し景気の下支えとなるだろう。製造業PMIは2月まで3ヵ月連続で好不況の節目である50を下回ったが、3月、4月は50超へと転じている。個人消費については次第に底堅さを取り戻していくとみられる。昨年10月から実施した個人所得税の課税最低限の引上げに加え、1月からは各種控除の拡大などの減税措置が実施されている。また、自動車を中心とした高額商品の不振を打開するため、自動車や家電製品の購入に対する

図表11. 中国実質GDP成長率の推移



補助金導入も決定している。過去の景気対策と比較すると規模は見劣りし消費を大きく押し上げるほどの効果は期待できないものの、一定の下支えとなろう。固定資産投資については、低めの伸びが続くだろう。地方政府の債務急増への警戒もあって抑制されてきたインフラ投資は、地方政府債の発行を前倒しで実施するなどして政府が梃入れを図っていることで、足元で持ち直しの動きがみられる。中央政府の投資の安定拡大を維持していく方針のもと、今後も緩やかに伸び率を高めていくだろう。一方、製造業の投資は貿易摩擦問題の影響による輸出の低迷などにより、企業の投資に対する慎重な姿勢が継続し、今後も鈍化傾向が続くとみている。輸出については引き続き低調に推移しよう。貿易摩擦問題の影響などを背景に製造業 PMI の輸出向け新規受注は好不調の節目である 50 を依然として下回っている。5 月 10 日には米国が 2,000 億ドル相当の中国製品に対する関税を引き上げており、その影響も重石になることが見込まれる。このように貿易摩擦問題の影響などによる景気下押し圧力が継続するものの、景気刺激策の効果が下支えとなることで景気減速ペースは次第に緩和され、2019 年の実質 GDP 成長率は前年比 +6.2%、2020 年は同 +6.0% になると予測している。なお、米国が 3,000 億ドル相当の中国製品への関税を発動した場合の下振れリスクが懸念されるが、その場合、中国政府は 6.0~6.5% の成長率目標を堅持すべく景気を下支えするスタンスを強める可能性が高いとみている。

○今後の伸び率などについて

2019 年度の実質 GDP 成長率は前年比 +0.2% と前回予測から 0.3 ポイント下方修正した。2019 年 1~3 月期実績が予想以上に高い伸び率となったが、貿易摩擦問題の激化などに伴う企業・家計のマインドへの下押し圧力の強まりを踏まえ、先行きを慎重に見たことによる。四半期毎の成長率は、4~6 月期は輸入の反動増により年率 0% 台後半のマイナス成長を見込み、その後は、2019 年 10 月に予定されている消費税率引上げに向けた駆け込み需要と反動減、増税後の実質購買力の低下を背景とした個人消費の変動を主因として、7~9 月期：+1% 台前半、10~12 月期：▲2% 台前半、1~3 月期：+0% 台後半と振れが大きくなる。

2020 年度の実質 GDP 成長率は前年比 +0.6% と前回予測から据え置いた。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により年度前半は年率 1% 程度の成長率を見込む。こうした下支え要因が剥落する年度後半の成長率は年率ゼロ% 台半ばと低い成長率になると予測している。

○消費者物価と金融政策の見通し

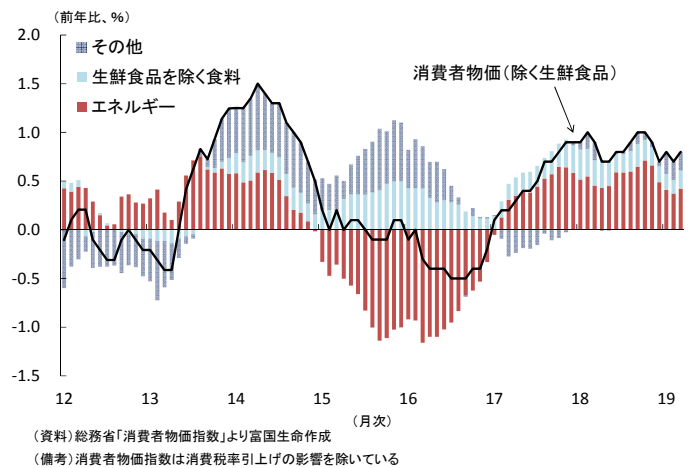
2019 年 3 月のコア CPI (生鮮食品を除く消費者物価総合) は前年比 +0.8% とこのところ 0% 台後半で推移している (図表 12)。昨年の原油価格の下落を反映したエネルギーの寄与度は縮小しているが、耐久消費材が 3 月以降プラスに転じたほか家賃のマイナス幅が縮小するなど、エネルギー以外の品目が補う形となっている。もっとも、原材料費の上昇や人手不足に伴う人件費の増加などを受けて、外食、食料 (生鮮食品を除く) など一部ではコスト増加分を価格へ転嫁する動きもみられるが、その動きは鈍く、生鮮食品及びエネルギーを除く総合指数は、3 月が同 +0.4% と低い伸びにとどまっている。

今後については、エネルギー価格の動向を反映して、0% 台半ばまで鈍化するだろ

う。ドバイ原油価格は2018年末に50ドル程度まで下落した後、4月には70ドル程度まで上昇した。これにより足元ではガソリン、灯油の上昇率が再び高まったが、今後は、原油価格の動きが遅れて反映される電気代、ガス代は上昇率が鈍化することが

見込まれ、エネルギー価格の上昇幅は縮小に向かう。一方、エネルギー以外の物価についても引き続き低い伸びにとどまるとみられる。エネルギー・原材料費や人件費などコスト増加分を価格に転嫁する動きが徐々に広がっていくことは上昇圧力となる。しかし、2019年春闘における賃上げ率は前年並みにとどまるとみられることに加え、個人消費が力強さを欠くなかでは、企業が強気の価格設定を行うことは困難だろう。また携帯電話通信料の大幅値下げの影響も下押しとなる。エネルギー価格の鈍化をそれ以外の物価が補うことはできずコアCPIは2019年末にかけて鈍化傾向を辿ると予想する。2019年度のコアCPIは前年比+0.6%、2020年度は同+0.6%と予測している。なお、2019年10月以降の月次のコアCPIは、消費税率引上げによって1.0ポイント押し上げられる一方、同時に実施予定の幼児教育無償化により▲0.6ポイント、さらに2020年4月に予定される高等教育無償化によって▲0.1ポイント押し下げられる。消費税率引上げと教育無償化の影響を除いたケースでは、2019年度が前年比+0.4%、2020年度は同+0.5%と予測している。そのため、2%の物価安定目標の達成は見通せず、日銀の金融緩和政策が出口に向かうことは想定できない。

図表 12. 消費者物価上昇率の推移



○リスク要因

引き続き海外発のリスクが山積している。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。米国は、米中通商協議入りで1月以降留保されていた2,000億ドル相当の中国製品に対する関税引上げを5月10日に発動したが、更に3,000億ドル相当への関税引上げを検討している。これが発動し中国製品全てに高関税が課されることとなれば米中をはじめ世界経済への下押し圧力が高まる恐れがある。また、今後、欧州や日本との間でも通商交渉が進められる。自動車分野の関税引上げや輸入数量規制導入のほか、為替条項を求められることも懸念される。

米国との間で対立が深まるイランなど中東情勢が緊迫化すれば、原油価格が高騰し、物価上昇などを通じて原油輸入国を中心に悪影響が広がる可能性がある。

英国のEU離脱問題については、EU離脱期限が当初の2019年3月29日から10月末まで延期されたものの、引き続き合意なき離脱へのリスクは残る。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することで世界経済の減速感が強まり、欧米の金融政策が緩和に転じれば、円高進行も相俟って、日本経済への悪影響が大きくなる可能性があり留意が必要である。

以上

図表13. デフレーター伸び率(2011暦年連鎖価格)

(前年比、%)

	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度
国内総支出	1.5	▲ 0.2	0.1	▲ 0.2	0.9	0.6
民間最終消費	▲ 0.1	▲ 0.4	0.3	0.3	0.5	0.6
民間住宅投資	▲ 0.1	▲ 0.3	1.8	1.6	1.3	0.9
民間設備投資	0.4	▲ 0.7	0.8	0.8	0.8	0.7
政府最終消費	▲ 0.2	▲ 0.3	0.6	0.1	0.7	0.5
公的固定資本形成	0.5	▲ 0.2	1.8	1.8	1.2	0.9
財貨・サービスの輸出	▲ 1.4	▲ 6.5	3.8	0.8	0.5	0.5
財貨・サービスの輸入	▲ 9.2	▲ 8.5	7.4	4.4	▲ 1.9	0.5

予測

図表14. 需要項目別の寄与度

(%)

	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度
実質国内総支出	1.3	0.9	1.9	0.6	0.2	0.6
民間需要	1.0	▲ 0.1	1.3	0.8	0.2	0.2
民間最終消費	0.4	0.0	0.6	0.2	0.1	0.3
民間住宅投資	0.1	0.2	▲ 0.0	▲ 0.1	0.0	▲ 0.1
民間設備投資	0.3	▲ 0.1	0.7	0.5	0.2	0.1
公的需要	0.3	0.2	0.1	▲ 0.0	0.2	0.2
政府最終消費	0.4	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1
公的固定資本形成	▲ 0.1	0.0	0.0	▲ 0.2	0.1	0.0
財貨・サービスの純輸出	0.1	0.8	0.4	▲ 0.1	▲ 0.2	0.2
財貨・サービスの輸出	0.1	0.6	1.1	0.2	▲ 0.2	0.3
財貨・サービスの輸入	▲ 0.1	0.2	▲ 0.6	▲ 0.3	▲ 0.0	▲ 0.1

予測

注1. 四捨五入の関係上、内数の合計は必ずしも合計項目に一致しない