

2019年8月15日

2019・2020年度 日本経済の見通し（改訂）

～ 米中対立の激化で強まる景気下押し圧力 ～

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 +0.5%（前回+0.2%）、2020年度 +0.3%（前回+0.6%）

○ 4～6月期は、外需の不振を好調な内需が補い、三四半期連続のプラス成長

2019年4～6月期の実質GDP成長率は、前期比+0.4%（年率+1.8%）と三四半期連続のプラス成長となった。輸出が引き続きアジア向けを中心に低迷したことに加え、輸入の増加により外需寄与度は同▲0.3ポイントとなったものの、内需が同+0.7ポイントと堅調に推移した。10連休の効果や一部耐久財の駆け込み需要から個人消費が高い伸びとなったほか、設備投資はインバウンド需要に対応した建設投資や人手不足に対応した省力化・効率化投資などにより増加傾向を維持した。

○ 米中対立の激化で強まる景気下押し圧力

米トランプ政権が9月からの追加関税を表明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ことが懸念される。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。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、所得環境の改善が限られるなか消費マインドは抑制された状況が続き、力強さを欠くだろう。

なお、2019年度の実質GDP成長率は前年比+0.5%と前回予測から0.3ポイント上方修正し、2020年度は同+0.3%と0.3ポイント下方修正したが、これは2019年前半の実績上振れを踏まえた一方、世界経済の回復の遅れから外需の見方を弱めたことが主因である。

○ 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。米国による対中関税の更なる引き上げのほか、日本にとって影響の大きい自動車分野への関税引き上げも懸念される。また、英国が合意なきEU離脱に向かう可能性も高まっている。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、底堅さを保つ内需への悪影響が拡大し、景気の腰折れにつながる可能性がある。

○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5月 時点	上期		下期	
		(前期比)		(前期比)			(前期比)		(前期比)	
名目国内総生産(兆円)	550.5	557.5	558.3	556.5	557.5	561.9	558.9	564.6		
	0.5	1.3	1.0	▲0.3	1.1	0.8	0.4	1.0		
実質国内総生産(兆円)	535.7	538.0	541.5	535.8	536.4	539.6	538.6	541.8		
	0.7	0.5	0.8	▲1.1	0.2	0.3	0.5	0.6		
内 需	0.8	0.8	1.0	▲1.0	0.4	0.3	0.6	0.5		
民間需要	0.8	0.5	0.7	▲1.1	0.2	0.1	0.5	0.4		
民間最終消費	0.5	0.3	1.0	▲1.6	0.2	0.5	0.9	0.8		
民間住宅投資	▲4.4	▲1.1	▲0.5	▲3.1	0.7	▲1.7	▲0.0	▲0.3		
民間設備投資	3.5	2.3	2.0	▲0.9	1.5	0.1	0.5	0.1		
公的需	0.0	0.4	0.3	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1		
政府最終消費	0.9	1.3	0.8	0.3	0.6	0.9	0.5	0.5		
公的固定資本形成	▲4.0	1.9	2.0	0.9	1.8	0.9	0.4	0.3		
財貨・サービスの純輸出	▲0.1	▲0.3	▲0.1	▲0.0	▲0.2	▲0.0	▲0.1	0.0		
財貨・サービスの輸出	1.5	▲2.1	▲1.3	▲1.0	▲1.1	0.3	0.0	1.5		
財貨・サービスの輸入	2.1	▲0.5	▲0.4	▲0.8	0.1	0.5	0.3	1.2		

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	▲1.0	▲0.2	▲0.8	▲0.1	0.6	0.8	0.5
国内企業物価指数※	2.2	1.0	0.2	1.8	1.7	0.8	1.0	0.5
消費者物価指数※	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7	0.6	0.7	0.5
消費者物価(除く生鮮)※	0.8	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6	0.7	0.5
(除く消費税・教育無償化の影響)	0.8	0.4	0.5	0.2	0.5	0.1	0.4	0.6
貿易収支(兆円)	0.7	0.5	▲0.2	0.7	2.5	1.0	0.3	0.8
経常収支(兆円)	19.4	18.7	9.6	9.1	21.0	19.1	9.9	9.2
名目賃金指数※	0.8	0.4	0.3	0.6	0.8	0.6	0.6	0.6
完全失業率(%)	2.4	2.4	2.3	2.4	2.4	2.4	2.4	2.5
住宅着工戸数(万戸)	95.3	91.7	91.9	91.3	93.6	90.1	90.6	89.7
為替レート(¥/\$)	110.9	107.2	108.6	106.1	109.8	106.8	106.5	107.0
原油価格(\$/b)	72.0	63.8	66.9	60.6	67.4	61.6	61.3	62.0
米国実質成長率(年率)	2.9	2.3	2.3	1.9	2.5	1.8	1.8	2.0
中国実質成長率※	6.6	6.2	6.3	6.0	6.2	6.0	6.0	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

○4～6月期の実質GDP

8月9日に発表された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2）。4～6月期の実質GDPを需要項目別にみると、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同0.6%増と高い伸びとなった。また、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

0.2%増と4四半期連続の増加となった。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同1.5%増と3四半期連続で増加した。一方、在庫投資は同0.1ポイントのマイナス寄与となった。公的需要については、2018年度補正予算の効果などにより、公的固定資本形成が同1.0%増と2四半期連続で増加し、政府消費は同0.9%増となった。輸出は同0.1%減とアジア向けを中心に弱い動きが続き、輸入が同1.6%増となったことで、外需寄与度は同0.3ポイントのマイナス寄与となった。

なお、物価の動きを総合的に示すGDPデフレーターは同▲0.0%となり、名目GDP成長率は同+0.4%（年率換算+1.7%）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堅調さが補う形で、1%弱とされる潜在成長率を3四半期続けて上回る成長となっている。しかし、鉱工業生産指数や景気ウォッチャー調査、消費者態度指数など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。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。

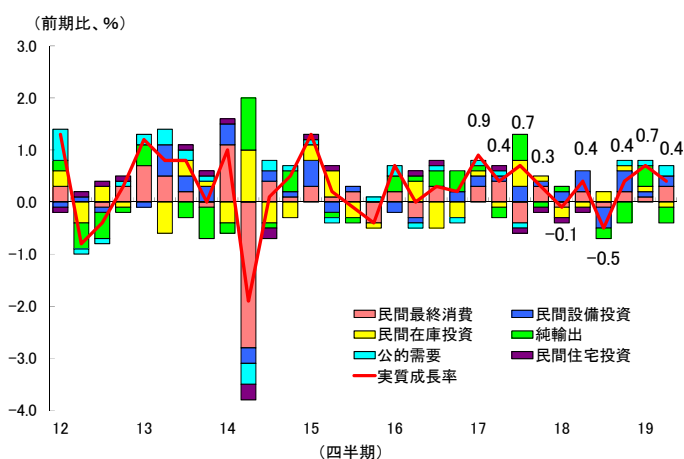
○米中対立の激化で強まる景気下押し圧力

米トランプ政権が9月からの追加関税を表明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。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、所得環境の改善が限られるなか消費マインドは抑制された状況が続き、力強さを欠くだろう。

○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+0.5%と前回予測から0.3ポイント上方修正した。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、前回想定していた以上に2019年前半の実績が大きく

図表2. 実質GDP成長率の寄与度分解



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」

上振れた。そのため、2019年度の成長率見通しを上方修正したが、先行きについては、米中貿易摩擦の激化や円高を踏まえ一段と慎重な見方をしている。なお、7～9月期については、10連休効果などで高めの成長率となった4～6月期からの反動により、小規模な駆け込み需要が生じるなかでも、前期比年率で0%台前半の成長にとどまると見込んでいる。

2020年度の実質GDP成長率は前年比+0.3%と前回予測から0.3ポイント下方修正した。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外需の見方を弱めたことが主因である。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。

○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。米国は、留保していた3,000億ドル相当の中国製品に対し10%の関税引き上げを9月に発動すると表明、その後、人民元が1ドル7元を超過したことを受けて、中国を為替操作国に認定するなど、米中間の対立が深まっている。米中間においては一段と関税が引き上げられるリスクなどがある。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き上げや輸入数量規制導入などを求められることも懸念される。英国においては新首相のもとで合意なきEU離脱に向かう可能性も高まっている。10月末の期限までに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、底堅さを保つ内需への悪影響が拡大し、景気の腰折れにつながる可能性がある。

◇主要な需要項目の動向

○個人消費は、小規模ながら駆け込み需要と反動減が想定される

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、6月の失業率は2.3%と低水準で推移している（図表3）。また、6月の有効求人倍率は1.61倍と引き続き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にあり、高齢者や女性の労働参加が継続するも、雇用者は緩やかな増加が続くだろう。

一方、名目賃金は緩慢な伸び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、厚生労働省「民間主要企業春季賃上げ要求・妥結状況」によれば賃上げ率は

図表3. 失業率と新規求人数の推移



(資料)総務省「労働力調査」、厚生労働省「一般職業紹介状況」

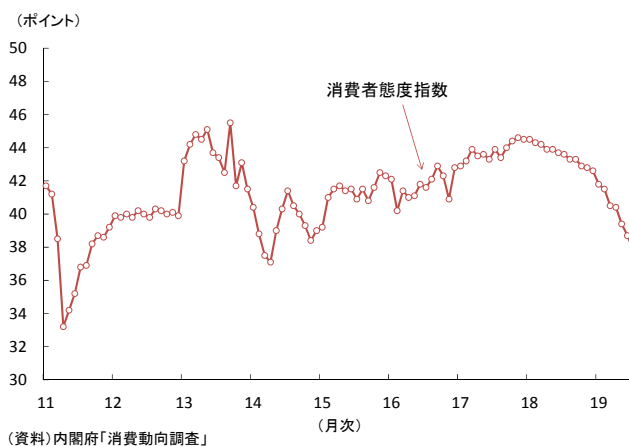
2.18%と昨年の 2.26%を下回った。ベースアップの流れが途絶えたわけではないが、その勢いは弱まっている。また、賞与についても企業業績の鈍化を受けて伸び率は鈍化すると見込まれる。引き続き労働需給がひっ迫するなかでも賃金の伸びに加速感は見られず、所得環境の改善は限られよう。

個人消費は、緩やかな回復基調となっている。4～6月期の民間最終消費支出は前期比 0.6%増と堅調な伸びとなった。もっとも、10連休に伴うレジャー関連支出の増加に加えて、小規模ながらテレビやエアコンなど一部の耐久財に駆け込み需要が生じたことで押し上げられている面もあり、消費の基調が強まったとはいえない。今後の個人消費については、小規模ながら駆け込み需要とその反動減が想定される。2019年10月に予定される消費税率引き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、プレミアム付き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、前回増税時よりも小規模にとどまるものの、それでも駆け込み需要とその反動減は不可避である。所得環境の改善に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 4)。なお、7～9月期については、4～6月期が10連休効果で押し上げられた反動が生じることで、駆け込み需要が生じるなかでも伸び率は抑えられるとみている。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が強まるだろう。

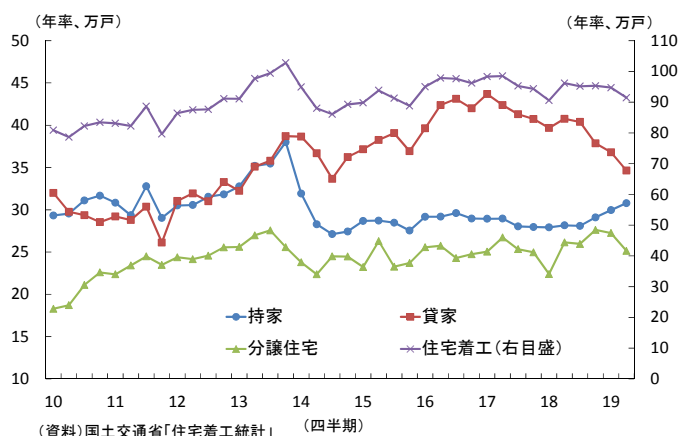
図表 4. 消費者態度指数の推移



○新設住宅着工戸数は、緩やかな鈍化傾向を辿る

4～6月期の住宅投資は前期比 0.2%増と、持家を中心とした駆け込み需要もあり、4四半期連続の増加となった。しかし、住宅投資に先行して動く新設住宅着工戸数は足元で鈍化している。4～6月期は分譲住宅、貸家の減少が続いたことから前期比 2.6%減の 91.8 万戸と 2四半期連続で減少した(図表 5)。持家は消費税率引き上げに向けた駆け込み需要により 3四半期連続で増加したが、前回 2014年の増税時より小さな規模にとどまった。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

図表 5. 新設住宅着工戸数の推移



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。

今後の新設住宅着工戸数は、緩やかな鈍化傾向を辿ると見込んでいる。増税後の住宅取得支援策が需要の下支えとなるものの、小規模ながら駆け込み需要の反動減が想定されることから、持家は緩やかな減少傾向となろう。また、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。総じて住宅着工を取り巻く環境は当面厳しい状況が続き、住宅着工戸数は鈍化傾向を辿ると見込んでいる。

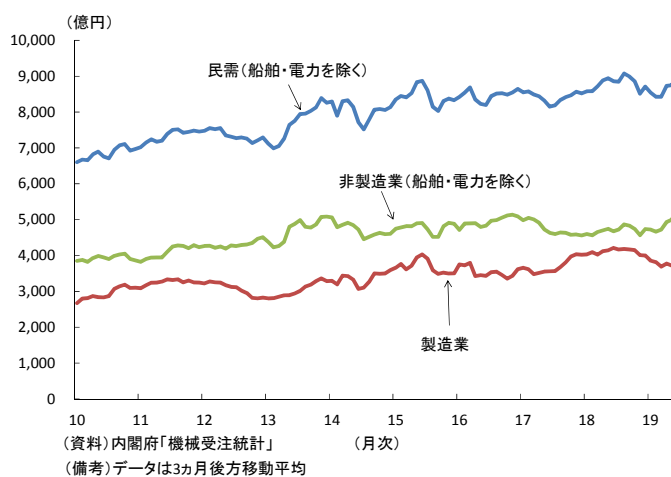
○設備投資は増加傾向を見込むものの、次第に増勢は鈍化

設備投資は、増加傾向となっている。4～6月期の実質設備投資は前期比1.5%増と3四半期連続の増加となった。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や人手不足に対応した省力化・効率化投資などにより、増加傾向を維持している。

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6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、2019年度が前年比6.3%増と、前回3月調査の同0.2%増から上方修正され、投資需要の底堅さが示された。しかし、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。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、非製造業が足元持ち直しの動きとなっている一方、製造業は冴えない推移となっている（図表6）。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、製造業の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。

図表6. 機械受注の推移

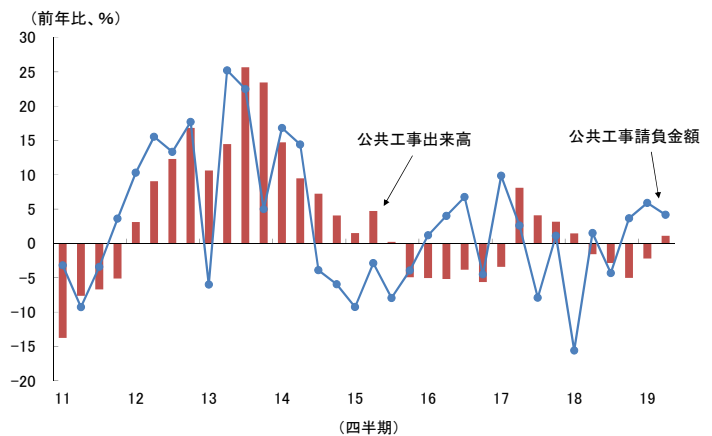


○公的固定資本形成は、補正予算の効果などから底堅い推移に

4～6月期の公的固定資本形成は前期比1.0%増と、2018年度補正予算の効果などにより2四半期連続で増加した。

今後も公的固定資本形成は、底堅く推移すると見込んでいる。先行指標である公共工事請負金額をみると、足元は4～6月期が前年比4.2%増と3四半期連続で前年を上回り、進捗ベースの公共工事出来高も足元でプラスに転じている(図表7)。今後は東京五輪・パラリンピック関連需要の一巡により、高い伸びこそ期待できないものの、引き続き2018年度補正予算の効果や、防災などの国土強靱化に向けた公共工事により、今後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る。

図表7. 公共工事請負金額・出来高の推移

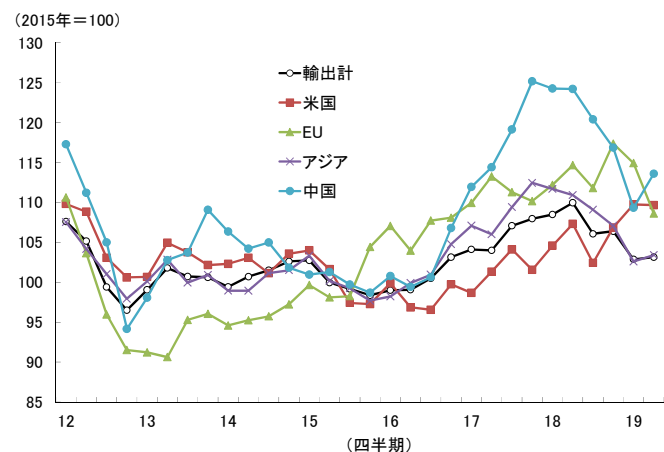


(資料)国土交通省、各信用保証会社
(備考)直近の公共工事出来高は4～5月累計の前年比

○輸出は世界経済の成長ペース鈍化を映して低調な推移が続く

輸出は、弱い動きが続いている。4～6月期の実質輸出は前期比0.1%減と2四半期連続の減少となった。海外経済の成長ペース鈍化やIT関連需要の落ち込みにより引き続きアジア向けを中心に低調に推移している。輸出数量指数をみると、1～3月期の同▲3.3%の後、4～6月期が同+0.3%にとどまった(図表8)。

図表8. 輸出数量指数の推移



(資料)財務省より富国生命作成
(備考)各地域の季節調整は富国生命

今後も、輸出は世界経済の成長ペース鈍化を映して低調な推移を辿ろう。

世界経済は、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、米国においても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。ま

た、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。

○消費者物価と金融政策の見通し

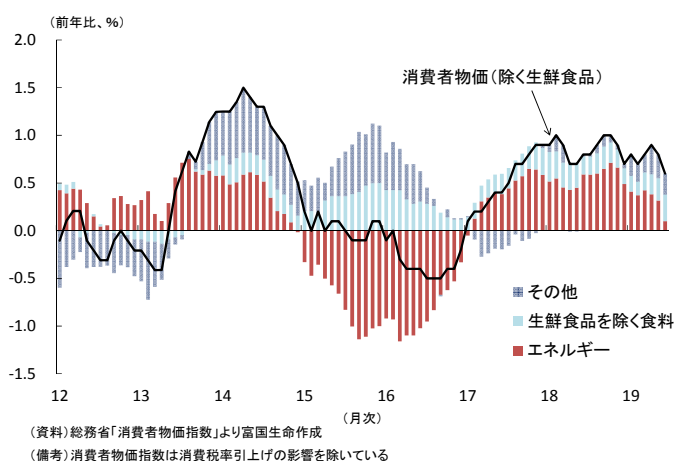
2019 年 6 月のコア CPI（生鮮食品を除く消費者物価総合）は前年比+0.6%と伸び率が鈍化している（図表 9）。原油価格の下落を反映したエネルギーの寄与度が縮小傾向にあることが影響している。原材料費の上昇や人手不足に伴う人件費の増加などを受けて、外食、食料（生鮮食品を除く）など一部ではコスト増加分を価格へ転嫁する動きもみられるが、携帯電話通信料が下押し要因となっていることもあり、生鮮食品及びエネルギーを除く総合指数は、6 月が同+0.5%と引き続き低い伸びにとどまっている。

今後については、エネルギー価格の鈍化をそれ以外の物価が補うことはできず、消費税率引き上げ直前の 9 月までは 0% 台前半まで鈍化するだろう。

ドバイ原油価格は 5 月にかけて 70 ドル超まで上昇したが、足元 60 ドル前後まで下落しており、これを映してエネルギー価格は先行き一段と伸び率が低下する可能性が高い。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だろう。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が、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。なお、2019 年 10 月以降の月次のコア CPI は、消費税率引き上げによって 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見込みである。原油価格の前提を前回予測よりも引き下げた一方で、想定よりも大手通信会社の携帯電話通信料の大幅値下げの影響が限定的であったことを踏まえ、2019 年度のコア CPI は前年比+0.6%、2020 年度は同+0.6%と前回予測を据え置いている。また、消費税率引き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。

各中銀が景気を重視するハト派的な姿勢を強めるなか、日銀は 7 月の会合において「物価安定目標に向けたモメンタムが損なわれる恐れが高まる場合には、躊躇なく、追加的な金融緩和措置を講じる」とした。更なる円高進行などによって経済・物価見通しの下振れリスクが一段と強まれば、追加緩和に踏み切る可能性がある。

図表 9. 消費者物価指数の推移



図表10. 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	0.7	0.5
民間最終消費	▲ 0.1	▲ 0.4	0.3	0.4	0.5	0.5
民間住宅投資	▲ 0.1	▲ 0.3	1.8	1.6	1.3	0.7
民間設備投資	0.4	▲ 0.7	0.8	0.8	0.5	0.7
政府最終消費	▲ 0.2	▲ 0.3	0.6	0.1	0.6	0.4
公的固定資本形成	0.5	▲ 0.2	1.8	1.7	1.5	0.9
財貨・サービスの輸出	▲ 1.4	▲ 6.5	3.8	0.7	▲ 1.8	0.1
財貨・サービスの輸入	▲ 9.2	▲ 8.5	7.5	4.4	▲ 2.6	0.3

予測

図表11. 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	0.7	0.5	0.3
民間需要	1.0	▲ 0.1	1.3	0.8	0.5	0.1
民間最終消費	0.4	0.0	0.6	0.3	0.2	0.3
民間住宅投資	0.1	0.2	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.0
民間設備投資	0.3	▲ 0.1	0.7	0.6	0.4	0.0
公的需要	0.3	0.2	0.1	0.0	0.4	0.2
政府最終消費	0.4	0.1	0.1	0.2	0.3	0.2
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	▲ 0.3	▲ 0.0
財貨・サービスの輸出	0.1	0.6	1.1	0.3	▲ 0.4	0.0
財貨・サービスの輸入	▲ 0.1	0.2	▲ 0.6	▲ 0.4	0.1	▲ 0.1

予測

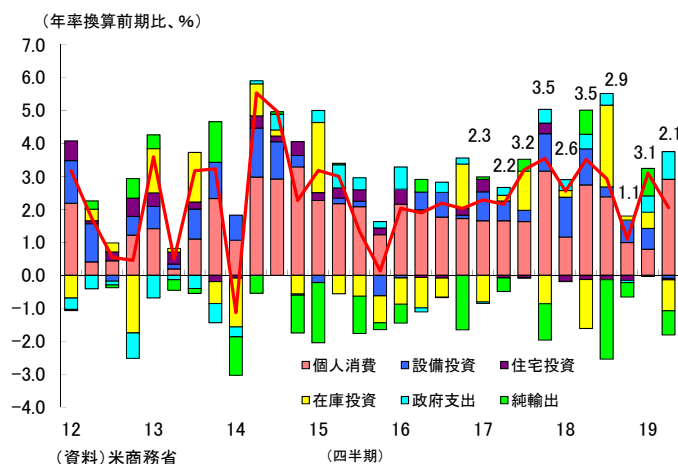
注1. 四捨五入の関係上、内数の合計は必ずしも合計項目に一致しない

◇海外経済の現状と見通し

【米国経済】

米国経済は、やや減速しつつも回復が続いている。4～6月期の米国の実質 GDP 成長率は前期比年率+2.1%と1～3月期の同+3.1%から鈍化した(図表12)。個人消費は同4.3%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った1～3月期から大きく反発した。また、政府機関の閉鎖が解除され政府支出が同5.0%増と高い伸びとなった。一方、住宅投資は住宅価格の高止まりなどを背景に6四半期連続のマイナスとなり、設備投資は構築物投資の減少などにより同0.6%減と小幅ながら減少したほか、在庫投資の寄与度は同▲0.86ポイントとなった。輸出が米中貿易摩擦の影響などから同5.2%減と落ち込んだ一方、輸入が同0.1%増となった結果、純輸出は同0.65ポイントのマイナス寄与となった。このように企業活動の弱さを、堅調な個人消費が補う構図となっている。

図表12. 米国実質GDP成長率の推移



今後についても、減税効果の剥落などによりやや減速するものの、回復が続くだろう。米トランプ政権が9月より中国製品3,000億ドル相当に対する関税引き上げを表明するなど、米中貿易摩擦の激化により米国企業を取り巻く環境は厳しさを増している。スマートフォンやPCなど大きな影響が見込まれる一部製品については、12月15日まで関税発動が延期されたが、小売価格引上げや企業収益の圧迫による悪影響は避けられないだろう。輸出は中国向けを中心に当面弱い動きになるとみられるほか、設備投資も通商政策を巡る不確実性の高まりなどを受けて企業の慎重な姿勢が表れ、伸び悩むとみている。また、住宅投資についても、長期金利の低下は追い風となるが、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、引き続き弱含みで推移するだろう。個人消費は良好な雇用・所得環境を背景に堅調に推移し、引き続き成長のけん引役になるとみているが、減税効果の剥落や輸入関税引き上げの影響が重石となり、その増勢はやや鈍化すると見込んでいる。

金融政策については、7月のFOMC(米連邦公開市場委員会)で、先行きの不確実性の高まりを受けて、10年半ぶりの利下げに踏み切り、バランスシート縮小の終了を当初予定の9月末から前倒し7月末とすることを決定した。その後の米中貿易摩擦の激化を受けて一段と先行き不透明感が強まっており、FRB(米連邦準備理事会)は9月に再度利下げを実施すると想定している。2019年の実質GDP成長率は前年比+2.3%、2020年は同+1.8%と予測している。米トランプ政権による3,000億ドル相当の中国製品への関税引き上げを前提に、内外需ともに先行きに対してやや慎重な見方としたことから、2019年の予測を0.2ポイント、2020年を0.1ポイント前回予測から引き下げた。

【欧州経済】

欧州経済は、減速している。4～6月期のユーロ圏の実質 GDP 成長率は前期比+0.2%（年率換算+0.8%）と前期（1～3月期）の同+0.4%から伸び率が鈍化した（図表 13）。主要国の成長率をみると、ドイツは輸出の低迷などにより同▲0.1%（前期：同+0.4）と3四半期ぶりのマイナス成長に落ち込んだ。また、イタリアは同+0.0%（前期：同+0.1%）と、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引き続き低迷した。フランスは、在庫投資の減少などにより同+0.2%（前期：同+0.3%）、スペインは同+0.5%（前期：同+0.7%）と、主要国の成長率は軒並み鈍化した。総じて、ユーロ圏経済は個人消費が底堅さを維持しているものの、中国をはじめとした世界経済の成長ペース鈍化を背景として、ドイツを中心に製造業の低迷が長期化している。

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。

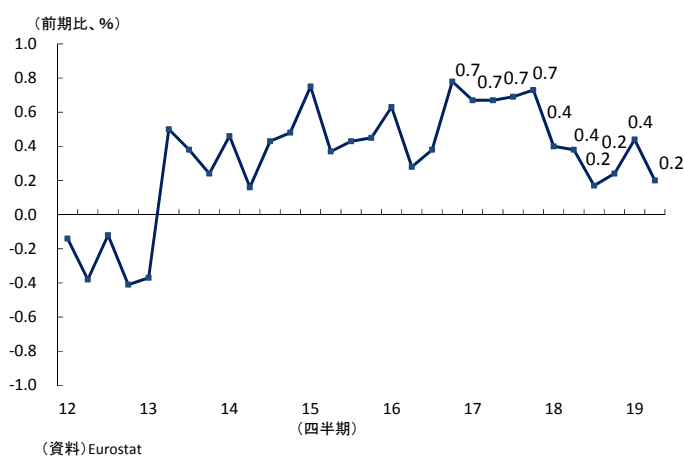
製造業 PMI は7月が46.5と好不調の節目である50を5ヵ月連続で下回るなど、企業の景況感は貿易摩擦問題や英国のEU離脱問題などにより下押しされている。こうした問題が当面くすぶり続けることから、輸出の早期持ち直しは期待薄であり、また、企業の投資姿勢は慎重化し、設備投資の伸びは抑えられるだろう。このように、製造業の低迷がユーロ圏経済の重石となる見通しである。一方、個人消費については、雇用・所得環境の改善傾向が続くなか、回復傾向が持続し景気の下支えになるとみている。ただし、消費者マインドは景気の先行き不透明感から抑制されており、その回復ペースは鈍いものとなろう。

金融政策については、ECB（欧州中央銀行）がユーロ圏域内の景気減速と先行き不透明感の強まりを受けて、7月の理事会においてフォワード・ガイダンスを修正し、2020年半ばまで政策金利を現行またはそれ以下の水準とする方針を示した。引き続き先行き不透明感が強く、緩慢な成長が見込まれるなか、インフレ圧力の高まりもみられないため、早ければ9月にも金融緩和に踏み切る可能性が高くなっている。

【中国経済】

中国経済は、成長ペースが鈍化している。4～6月期の実質 GDP 成長率は前年比+6.2%となり、1～3月期の同+6.4%から0.2ポイント低下した（図表 14）。2019年の政府成長率目標である6.0%～6.5%には収まっているものの、依然として景気減速に歯止めがかかっていない。主要経済指標をみると、小売売上高は4～6月期が前年比8.6%増と1～3月期の同8.3%増からやや持ち直したものの、一部地域の環境規制強化に伴う駆け込み的な自動車販売の増加によるところもあり、全体としては力強さを欠いている。また、固定資産投資は1～6月期が同5.8%増と1～3月の同6.3%増からやや減速した。政府の後押しもありインフラ投資は持ち直しつつあるが、製造業の

図表 13. ユーロ圏実質 GDP 成長率の推移



投資や不動産開発投資の伸び鈍化が影響した。また、米中貿易摩擦の影響により、輸出は1～3月期の同1.3%増から、4～6月期は同1.0%減と前年割れに落ち込んだ。

今後については、当面、鈍化傾向が続くとみられる。政府は積極的な財政政策と穏健な金融政策により景気を下支えしていく方針であり、今後その効果が顕在化していくことが期待されるものの、米国が留保していた3,000億ドル相当の中国製品に対する関税引き上げを表明するなど

米国と中国の対立が深まっており、企業部門への下押し圧力が一段と強まっている。製造業PMIは7月まで3ヵ月連続で好不況の節目である50を下回っている。輸出については、対ドルで7元超となるなど人民元安が進んでいる点は悪影響を緩和するものの、引き続き低調に推移しよう。また、固定資産投資は低めの伸びが続くだろう。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するとみられることから、急回復は期待しにくい。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挺入れを図っており、緩やかながら伸び率を高めていくとみられるが、固定資産投資全体としては低い伸びが続くだろう。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。今回予測では、米中貿易摩擦の激化を受けて、景気減速に歯止めがかかる時期を2019年後半から2020年前半へとずれ込むとの見方に修正した。一方、成長率の下振れリスクが一段と強まる場合、中国政府は追加の景気刺激策を発動する可能性が高く、成長率目標の下限である6.0%は堅持するとみている。そのため、2019年の実質GDP成長率は前年比+6.2%、2020年は同+6.0%と前回予測を据え置いている。

図表 14. 中国実質GDP成長率の推移



以上